

TERCERA EDICIÓN  
AUMENTADA Y ACTUALIZADA

ENTRE EL NEOLIBERALISMO Y EL  
CRECIMIENTO CON EQUIDAD  
TRES DÉCADAS DE POLÍTICA ECONÓMICA EN CHILE



900028083 - BIBLIOTECA CEPAL

© RICARDO FRENCH-DAVIS  
Inscripción N°: 111.461  
ISBN 956-7802-63-7

Edita y Distribuye  
COMUNICACIONES NORESTE LTDA.

Dirección: Jaime Cordero  
Diseño de portada: Liliana Zavaleta  
Diagramación: José Manuel Ferrer

Esta Edición de 1000 ejemplares  
se terminó de imprimir en octubre de 2003,  
en LOM EDICIONES. Santiago.

Primera Edición : octubre de 1999  
Segunda Edición : junio de 2001  
Tercera edición : octubre de 2003

Derechos exclusivos reservados para todos los países.  
Prohibida su reproducción total o parcial, para uso privado o colectivo,  
en cualquier medio impreso o electrónico, de acuerdo a las leyes  
N°17.336 y 18.443 de 1985  
(Propiedad intelectual).

IMPRESO EN CHILE/PRINTED IN CHILE

Ricardo Ffrench-Davis

ENTRE EL NEOLIBERALISMO Y EL  
CRECIMIENTO CON EQUIDAD  
TRES DÉCADAS DE POLÍTICA ECONÓMICA EN CHILE



J·C·SÁEZ  
e d i t o r



# ÍNDICE

PRESENTACIÓN .....	9
PREFACIO DE LA TERCERA EDICIÓN .....	11

## PRIMERA PARTE UN RECUENTO DE MEDIO SIGLO

### CAPÍTULO I

DESARROLLO ECONÓMICO CHILENO DESDE LOS CINCUENTA .....	17
1. Las estrategias económicas en retrospectiva .....	18
a) Expansión populista y estabilización ortodoxa, 1952-58 .....	20
b) Un intento de modernización capitalista, 1958-64 .....	21
c) Estabilización gradual y reformas estructurales, 1964-70 .....	23
d) Profundización de las reformas y desequilibrios macroeconómicos, 1970-73 .....	28
e) La estrategia neoliberal, 1973-90 .....	30
i) El neoliberalismo puro, 1973-81 .....	31
ii) Introducción de cierto pragmatismo, 1982-89 .....	35
iii) Un recuento .....	37
f) Democracia, reformas a las reformas y desarrollo, 1990-2003 .....	41
i) De la reforma de las reformas al contagio asiático, 1990-98 .....	42
ii) Ajuste recesivo y recuperación pendiente, 1998-2003 .....	50
iii) Un recuento .....	55
2. Las tendencias de largo plazo del crecimiento económico .....	60
3. Conclusiones y desafíos .....	67
a) Cuatro conclusiones .....	67
b) Diez desafíos .....	69

### ANEXO I.A

ESTIMACIÓN DE FUNCIÓN DE PRODUCCIÓN CON CAPITAL Y TRABAJO .....	75
---	----

## SEGUNDA PARTE EL EXPERIMENTO NEOLIBERAL EN CHILE: 1973-82

### CAPÍTULO II

EL EXPERIMENTO NEOLIBERAL: UNA SÍNTESIS CRÍTICA .....	81
1. Rasgos centrales del modelo .....	83
2. El neoliberalismo en tres áreas estratégicas .....	90
a) La política antiinflacionaria .....	90
b) Reforma del sistema financiero .....	95

c) Apertura indiscriminada al exterior .....	98
3. Producción, distribución del ingreso e inversión .....	103
a) La producción global y su composición .....	104
b) El nexa con el futuro .....	106
c) Concentración del ingreso y la riqueza .....	107
4. Enseñanzas del experimento neoliberal .....	111

### CAPÍTULO III

<b>LIBERALIZACIÓN DE LAS IMPORTACIONES: 1973-82 .....</b>	<b>115</b>
1. El proceso de liberalización de las importaciones .....	117
2. Composición de las importaciones .....	126
3. Efectos globales de la liberalización sobre la industria .....	131
a) Efectos macroeconómicos .....	131
b) Efectos sobre la estructura de la producción industrial .....	135
4. Elementos para una evaluación .....	139
a) Balanza de pagos y cuenta corriente .....	139
b) Eficiencia, dinamismo y competencia .....	142
i) El marco macroeconómico y la eficiencia .....	142
ii) Dinamismo y eficiencia .....	146
iii) Competencia y eficiencia .....	147
c) Conclusiones .....	150

### CAPÍTULO IV

<b>LAS EXPERIENCIAS CAMBIARIAS: 1965-82 .....</b>	<b>151</b>
1. Algunos aspectos preliminares .....	152
2. Evolución de las políticas cambiarias .....	155
a) La política cambiaria "programada" en 1965-70 .....	156
b) La política cambiaria en 1973-79 .....	165
i) La fase inicial, con restricción externa dominante .....	165
ii) La fase de las revaluaciones abruptas .....	168
iii) La fase final: hacia el retorno de la congelación y crisis .....	173
3. Consideraciones finales .....	177
a) Algunas lecciones .....	177
b) Algunas cuestiones pendientes en 1982 .....	179

### CAPÍTULO V

<b>EL PROBLEMA DE LA DEUDA EXTERNA Y LA APERTURA FINANCIERA .....</b>	<b>181</b>
1. Apertura financiera y endeudamiento externo .....	183
a) El marco conceptual del experimento .....	184
b) El nuevo marco institucional .....	187
c) Flujos de capital financiero y deuda: volumen, origen y destino .....	189
2. Endeudamiento y ajuste macroeconómico .....	196
a) Política monetaria y desplazamiento del crédito interno .....	197
b) Política cambiaria: inestabilidad y atraso .....	198

c) Diferenciales entre tasas de interés .....	199
d) Deterioro de la cartera y supervisión prudencial .....	206
3. Vulnerabilidad externa y dinámica del endeudamiento .....	207
4. Algunas lecciones .....	211

### TERCERA PARTE

#### LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA Y LA HERENCIA MILITAR: 1982-89

#### CAPÍTULO VI

EL CONFLICTO ENTRE EL CRECIMIENTO Y LA DEUDA .....	217
1. La crisis de la deuda .....	219
a) Acumulación de desequilibrios: 1977-81 .....	219
b) Recesión en la década de los ochenta .....	222
2. Gestión de la deuda, 1982-89 .....	229
3. Adecuación más pragmática de las políticas económicas .....	233
4. El desempeño de la producción y la inversión .....	236
a) Tendencias de la producción y la formación de capital .....	237
b) Los balances macroeconómicos .....	240

#### CAPÍTULO VII

CONVERSIÓN DEUDA-CAPITAL: 1985-90 .....	245
1. El programa de conversiones .....	246
2. Efectos de la capitalización de deudas .....	250
a) El comportamiento de la inversión directa y de la deuda en el ciclo .....	251
i) Capitalización de autopréstamo en compañías transnacionales .....	252
ii) Tasa variable de remesas de utilidades .....	253
iii) La deuda antigua es más riesgosa para el inversor que el "capital de riesgo" .....	254
iv) La valoración del capital convertido .....	256
b) Tipo de cambio preferencial múltiple: un subsidio implícito para el inversionista extranjero .....	259
c) El flujo de inversión extranjera en efectivo .....	261
d) Otros efectos .....	264
3. Algunas conclusiones para las naciones deudoras .....	266

### CUARTA PARTE

#### LOS DESAFÍOS DE LA DEMOCRACIA

#### CAPÍTULO VIII

DINAMISMO EXPORTADOR Y CRECIMIENTO DESDE LOS OCHENTA .....	271
1. Política comercial en los ochenta: una desviación de la ortodoxia neoliberal .....	273
a) Promoción de exportaciones y la segunda reforma comercial .....	273
b) La trayectoria de la política cambiaria .....	278

2. Políticas comerciales a partir de 1990 .....	280
a) Hacia una política comercial de “aperturas recíprocas” .....	280
b) La política cambiaria y la nueva oleada de capitales .....	284
3. Desempeño exportador .....	285
a) Dinamismo .....	285
b) Composición de las exportaciones .....	291
c) Diversificación de los mercados de exportación .....	292
4. Exportaciones y crecimiento .....	296
5. Observaciones finales .....	301

## CAPÍTULO IX

<b>DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO Y POBREZA</b> .....	305
1. Tendencias de la distribución del ingreso y la pobreza .....	308
a) ¿Cómo se cuantifica? .....	308
b) El récord histórico hasta 1973 .....	311
c) Avances y retrocesos durante el régimen de Pinochet, 1973-89 .....	311
d) Distribución del ingreso y pobreza en el retorno a la democracia, 1990-2003 .....	318
2. Factores que determinan la pobreza y la concentración .....	327
a) El papel de las reformas neoliberales .....	330
b) Factores estructurales .....	335
c) La innovación tecnológica .....	337
d) Estabilidad macroeconómica, inversión y distribución .....	339
3. Reflexiones finales .....	343

## CAPÍTULO X

<b>LA REGULACIÓN DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL Y EL ENCAJE</b> .....	347
1. Flujos de capital desde 1990: magnitudes y composición .....	351
2. La respuesta de política y sus efectos .....	358
a) Políticas para regular las entradas de capitales .....	359
b) Política cambiaria .....	366
c) El fortalecimiento de la supervisión bancaria .....	372
d) Eficacia de las medidas macroestabilizadoras .....	374
3. Ahorro, inversión y crecimiento .....	381
4. Algunas lecciones de la experiencia chilena .....	384

<b>REFERENCIAS</b> .....	391
--------------------------	-----



## PRESENTACIÓN

El análisis de la historia política, económica y social de Chile en los tres últimos decenios, ha despertado un profundo interés entre académicos nacionales y extranjeros. Los graves acontecimientos políticos en este período, así como las significativas transformaciones estructurales de la economía chilena, impulsadas por un conjunto de reformas radicales, tanto en términos de su contenido como de su aplicación, y sus controvertidos resultados han sido motivo de innumerables estudios, válidos pero parciales. El de Ffrench-Davis posee la virtud de tener la mirada del especialista, profundo conocedor, con una óptica amplia y coherente.

El profesor Ricardo Ffrench-Davis ha tenido, en el plano nacional, un destacado papel en el análisis y formulación de políticas económicas; sus trabajos sobresalen por su rigor, profundidad, conocimiento y amplia visión de las diversas dimensiones que conlleva la conducción económica. Su presencia se constata desde su participación decisiva en el inicio de la política cambiaria de minidevaluaciones en 1965 al establecimiento del encaje a los flujos financieros externos en 1991.

Han sido destacados sus planteamientos, con acertados diagnósticos y propuestas de políticas públicas, para que Chile avance en el objetivo de *crecer con equidad*. Asimismo, cabe destacar sus advertencias oportunas para América Latina, antes de la llamada crisis del Téquila, venida desde México, y luego con anterioridad al contagio de la crisis asiática, para corregir rumbos en las reformas neoliberales entonces en aplicación en muchos de los países de la región. Sus propuestas para *reformular las reformas*, como una alternativa coherente a las serias deficiencias del llama-

do *Consenso de Washington*, abarcan parte importante de sus investigaciones, y de las redes de intercambio en las que participa o coordina desde los años noventa hasta el presente.

Los textos reunidos en este libro entregan una visión de conjunto de los principales rasgos de las políticas económicas aplicadas en Chile en diversas áreas, en un período caracterizado por notables transformaciones económicas, no sólo en Chile, sino en el mundo entero. Se recoge una perspectiva completa e integrada, crítica y constructiva, de las políticas económicas adoptadas durante y después del régimen militar, hasta la actualidad.

Como el título del libro lo indica, Chile se ha debatido *Entre el Neoliberalismo y el Crecimiento con Equidad*. Con importantes avances en los años de retorno a la democracia, pero con titubeos, a veces, y contradicciones. Estos trabajos identifican los objetivos perseguidos, las principales orientaciones teóricas e ideológicas de sus impulsores, el marco político en que tuvieron lugar, y sus consecuencias de corto y largo plazo, en el desarrollo de Chile y para los principales actores nacionales.

Los diversos capítulos han sido editados de manera de facilitar una lectura continua pero al mismo tiempo independiente de cada uno de ellos.

JC SAEZ Editor

## PREFACIO DE LA TERCERA EDICIÓN

Este libro recoge nuestra visión sobre acontecimientos centrales de la economía chilena desde los años setenta. Recopila textos escritos desde fines de los setenta y artículos y secciones nuevas preparadas para este libro. Nuestra motivación central es cómo ser más eficaces y consecuentes para lograr crecimiento con equidad. Siempre hemos tenido la preocupación de que el abordaje de cada tema y época combine pragmatismo o 'realismo' con una sólida base analítica y con los objetivos de un Chile con más crecimiento y equidad. Hemos procurado mantener la distancia con las modas, los mitos y los extremos.

De un conjunto de unos 40 artículos que preseleccionamos, al final nos hemos quedado con siete de ellos. A veces los hemos complementado con secciones de textos excluidos. Hemos actualizado las series estadísticas, y hemos agregado antecedentes nuevos y referencias bibliográficas destacadas, aparecidas después del término original de nuestros artículos. Hemos mantenido la tonalidad y énfasis originales. La honestidad intelectual lo exige. Además, felizmente, nos sentimos cómodos con ello hoy. Nuestro conocimiento se ha perfeccionado y profundizado, pero lo es con continuidad de enfoque y pensamos que las diversas piezas son recíprocamente consistentes.

La mayoría de los artículos fueron escritos durante mi permanencia en CIEPLAN, entre 1976 y 1990. Es sin duda la época más marcadora de mi vida profesional. En las notas iniciales de cada capítulo aparecen referencias a comentarios de mis compañeros de investigación; asimismo, se encuentran los nombres de valiosos ayudantes de la época.

Tres capítulos y la mitad de otro fueron escritos durante mi estadía en CEPAL: uno de los textos (inédito en español) corresponde a una coautoría con Manuel Agosin, una asociación tan fructífera para mí, y contiene significativos insumos de los activos talleres de análisis de CEPAL. La primera mitad del artículo que abre el libro, se basa en un texto preparado con Oscar Muñoz y es parte de nuestras varias incursiones conjuntas en la historia económica. La segunda mitad de ese capítulo (que se refiere a los tres gobiernos de la Concertación) y dos capítulos nuevos, sobre distribución y pobreza desde los setenta y sobre exportaciones y desarrollo, fueron escritos especialmente para este libro.

En esta tercera edición, hemos actualizado la información para cubrir hasta mediados de 2003. Incorporamos el capítulo sobre exportaciones, nueva información, muy valiosa, sobre distribución del ingreso y antecedentes sobre la evolución social y económica más reciente. Hemos pulido, adicionalmente, el texto, eliminando algunas repeticiones innecesarias, actualizando referencias, e introduciendo nuevas clarificaciones para facilitar la lectura.

Los ocho años de acción en el Banco Central se filtran a través de los capítulos. Agradezco el apoyo de colegas del Banco y su colaboración en la interpretación de estadísticas y políticas. La permanencia en CEPAL me ha permitido profundizar el conocimiento sobre América Latina, e investigar intensamente sobre el funcionamiento de los mercados financieros internacionales y su impacto en las economías emergentes, entre las cuales destaca Chile.

En la selección de los artículos tuvimos la generosa y valiosísima colaboración de Sebastián Sáez a través de todas las etapas, desde su inicio hasta los pulimentos finales de la primera edición. En la etapa de preparación de las tres ediciones—actualización y armonización de series estadísticas, chequeo de cifras puntuales, eliminación de duplicaciones, incorporación de secciones de otros de mis textos, llenado de vacíos y mejoramiento de la redacción— conté con la muy eficiente colaboración de

Heriberto Tapia. Lenka Arriagada preparó con gran eficiencia la presentación del manuscrito. Bernardita Baeza colaboró en la transcripción del texto. Juan Carlos Sáez, años atrás, nos dio el impulso para iniciar esta tarea de recopilación y puesta al día. Finalmente, deseo agradecer a CIEPLAN el valioso apoyo para esta publicación.

A todos los mencionados y a los muchos injustamente omitidos, mis agradecimientos por lo que me han aportado. Por cierto, asumo la total responsabilidad respecto del contenido de esta colección y de cualquier error que pueda contener.

Ricardo Ffrench-Davis

Santiago, agosto de 2003



## **PRIMERA PARTE**

### **UN RECUENTO DE MEDIO SIGLO**





# CAPÍTULO I

## DESARROLLO ECONÓMICO CHILENO DESDE LOS CINCUENTA\*

A través de su historia independiente, Chile fue uno de los países de América Latina que se destacó por su mayor estabilidad política y su avanzada democracia. A pesar de los efectos desestabilizadores de los shocks externos, de los cuales ha sufrido muchos, Chile fue capaz de modernizar sus instituciones, inducir un proceso de movilidad social y difundir el progreso económico.

Hacia 1970, exhibía una de las distribuciones del ingreso menos regresivas de la región; se había desarrollado un amplio segmento de clase media, aunque concentrado en las áreas urbanas. Durante los años sesenta, la distribución mejoró en general, extendiéndose también al sector rural. Sin embargo, los avances sociales y el desarrollo político expandieron las expectativas de mejoramiento de los sectores de ingresos bajos y medios a un ritmo muy superior al del mejoramiento efectivo del bienestar económico.

Se volvió a repetir, una vez más, esa relación traumática entre desarrollo político y desarrollo económico, que destacados estu-

---

\* La sección 1, hasta 1989, está basada en una versión abreviada de "Desarrollo económico, inestabilidad y desequilibrios políticos en Chile: 1950-89" (coautor Oscar Muñoz), publicado en *Colección Estudios CIEPLAN 28*, junio de 1990, y en Simón Teitel (compilador), *Hacia una nueva estrategia de desarrollo para América Latina*, Banco Interamericano de Desarrollo, 1995. El texto ha sido revisado y actualizado para incluir los años noventa y el primer trienio de este decenio. Agradecemos los comentarios de Sergio Bitar, Alejandro Foxley, Manuel Marfán, Patricio Meller, Oscar Muñoz, Dagmar Raczynski, Joseph Ramos, John Sheahan, Simón Teitel, y Joaquín Vial, y la colaboración de Heriberto Tappia y Andrea Repetto.

diosos de la historia económica chilena han señalado en varias ocasiones (Encina, 1911; Pinto, 1973; Moulián, 1982). Un temprano desarrollo político estimuló las expectativas de cambio y modernización. Pero, las estrategias económico-sociales carecieron de la coherencia y eficacia necesarias para conciliar el desarrollo del aparato productivo con la velocidad y la dirección que requerían los cambios políticos.

En este capítulo hacemos un breve recuento de los rasgos más sobresalientes de la economía chilena a partir de la gran recesión de los treinta, avanzando velozmente hasta situarnos en el período en que se focaliza este libro, que es en el régimen de Pinochet, en los dos gobiernos democráticos de los Presidentes Aylwin y Frei Ruiz-Tagle, y en el primer trienio del Presidente Lagos.

## 1. LAS ESTRATEGIAS ECONÓMICAS EN RETROSPECTIVA

La Primera Guerra Mundial encontró a Chile en una situación de gran holgura económica, la que se manifestó en un progreso material a la vez que en una fuerte diversificación del consumo de las élites económicas. En parte, ello se debió al estímulo creado por el sector exportador y a sus efectos de eslabonamientos (ver Muñoz, 1986). Pero también contribuyó una conciencia política temprana, de que el Estado debía asumir responsabilidades en la promoción del progreso económico, no obstante los apasionados debates al respecto.

Al momento de ocurrir la Gran Depresión, la economía chilena era una de las más desarrolladas de la región, tanto en términos de su ingreso per cápita como de la transformación productiva y social que estaba experimentando. Es sabido que la Gran Depresión afectó duramente a la economía chilena, que fue una de las más golpeadas en el mundo. La depresión de los términos de intercambio se prolongó por décadas (hasta los años sesenta). El derrumbe del sector exportador fue estrepitoso y sus efectos han sido ampliamente documentados (ver, en particular, Marfán, 1984). Posteriormente, la economía chilena logró una

recuperación significativa y, hasta comienzos de los años cincuenta, un ritmo sostenido de crecimiento industrial que permitió paliar las restricciones impuestas por el quiebre del comercio exterior. En gran medida ello fue el resultado de políticas económicas que reaccionaron activamente frente a la crisis, impulsando nuevas estrategias de industrialización (Muñoz, 1986).

La emergencia creada por la Gran Depresión obligó al Estado a asumir un conjunto de tareas paliativas. Un gobierno conservador, como fue la segunda administración del Presidente Alessandri Palma (1932-38), emprendió la aplicación de una serie de políticas fiscales compensatorias de los efectos recesivos y un control muy discrecional del comercio exterior. Se intensificó una acción intervencionista del Estado que ya se venía insinuando desde la década anterior. Ello culminó con la elección del gobierno del Frente Popular en 1938, el cual consagró más definitivamente el papel rector del Estado en la conducción del desarrollo económico y de la industrialización.

Se hizo evidente que ante la crisis del comercio exterior de los treinta, la necesidad de sustituir importaciones de manufacturas exigía un enorme esfuerzo y la movilización de recursos internos y externos. Se requería financiamiento, nuevas instalaciones industriales, especialmente en sectores básicos y de infraestructura, como la energía eléctrica, combustibles, bienes intermedios y de capital; y capacidades empresariales y técnicas, que también eran escasas. La Segunda Guerra Mundial contribuyó a intensificar la escasez a consecuencia de la interrupción de los circuitos comerciales y financieros internacionales. ↓

No debe extrañar, entonces, el alto nivel de consenso político que se logró para que el Estado ampliara su esfera de responsabilidades al fomento de la producción y de la actividad empresarial, a través de la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO), creada en 1939. Es cierto que el sector privado tuvo reservas y aprensiones con respecto al grado de autonomía que la legislación le dio a la CORFO para crear empresas públicas (ver Muñoz y Arriagada, 1977), pero en la práctica se

logró una convivencia bastante armónica entre el Estado empresario y el sector privado. Se activó el desarrollo industrial, que alcanzó ritmos importantes durante los años cuarenta, se redujo el desempleo masivo del decenio precedente y se dio un salto adelante en la organización institucional y tecnológica. La propia CORFO inició actividades de investigación tecnológica y prospección de recursos naturales.

Pero, durante los años cincuenta, el modelo de desarrollo comenzó a experimentar nuevos problemas. Muchas de las deficiencias del proceso de industrialización utilizado se dejaron sentir, en particular el estancamiento de la agricultura. Por otra parte, el énfasis desmesurado en la sustitución de importaciones desestimuló el desarrollo de nuevas exportaciones, limitándose así, severamente, los grados de libertad del comercio exterior y el manejo de la balanza de pagos. Las orientaciones populistas de algunos períodos intensificaron esos desequilibrios. La inestabilidad de los precios de las exportaciones tradicionales se transmitió a la economía interna a través de los shocks recurrentes de balanza de pagos. Las presiones inflacionarias se intensificaron, movilizándolo a las organizaciones sindicales y a los movimientos sociales ante el deterioro de su nivel de vida.

#### a) Expansión populista y estabilización ortodoxa, 1952-58<sup>1</sup>

El signo de alerta sobre la gravedad de los males que aquejaban a la economía chilena la dio la aceleración inflacionaria de 1952-55, en que el aumento anual de los precios al consumidor pasó de 12% a 86%. Fue el detonante para inducir la decisión de los responsables de las políticas de que había que buscar nuevas estrategias económicas. Este episodio de aceleración inflacionaria se inició con un moderado excedente de capacidad instalada, asociada a políticas restrictivas utilizadas en años anteriores y cierta restricción externa. En 1952 y 1953 se apli-

<sup>1</sup> Los siguientes tres períodos presidenciales, entre 1952 y 1970, se describen y analizan detalladamente en Ffrench-Davis (1973).

caron políticas internas expansivas, mejoras salariales y una apreciación cambiaria, acompañadas de un efecto positivo de los términos del intercambio (ETI) entre 1951 y 1953. Luego de dos años de expansión de la demanda agregada, a un ritmo que duplicó la creación de capacidad productiva, ésta se copó; con ello se logró una mayor tasa de uso de los recursos, pero en un contexto de desequilibrios de otros balances básicos en el sector externo y el fiscal. Las exportaciones disminuyeron por el aumento de la demanda interna y por el atraso cambiario, cuyo impacto fue reforzado por un ETI negativo en 1954.

Al poco tiempo de aplicado este esquema, el gobierno del Presidente Ibáñez, elegido con una amplia mayoría en septiembre de 1952, con apoyo de sectores independientes y de izquierda, perdió popularidad, enfrentó creciente inquietud social y culminó aplicando un programa ortodoxo de estabilización apoyado por la derecha. El programa fue diseñado por una misión extranjera —la misión Klein-Saks.

Se restringió severamente la oferta monetaria y el gasto fiscal, y se inició la reducción del complejo sistema de regulaciones y políticas discriminatorias que se había instaurado en los años de la gran crisis y de la Segunda Guerra Mundial. Pero los efectos recesivos que se generaron llevaron rápidamente al rechazo generalizado del programa de estabilización.

#### **b) Un intento de modernización capitalista, 1958-64**

El gobierno del Presidente Jorge Alessandri asumió en forma más integral las reformas del sistema económico, aunque con un programa de estabilización más simple. Como genuino exponente de la dirigencia empresarial y depositario de una tradición política liberal-conservadora, consideró que el país necesitaba reformas sustantivas, tanto en su institucionalidad, para dotar al Poder Ejecutivo de mayor capacidad de acción, sobre todo en la reforma del Estado, como en sus políticas económicas, para constituir al sector empresarial privado en el motor del desarrollo, con el apoyo de una política fiscal activa. Para ello se requería ampliar la esfera de acción del mercado, de los precios y de la

competencia, sobre todo externa. Pero en las condiciones de alta inflación que prevalecían, el Presidente Alessandri le atribuyó gran importancia al logro de la estabilización a corto plazo. Sólo con estabilidad pensaba que podría lograrse un clima de estímulo a la inversión privada de largo plazo; la estabilización debía buscarse mediante la eliminación del “financiamiento inflacionario” del déficit fiscal y con la fijación del tipo de cambio nominal. En consecuencia, se formuló un programa de estabilización basado en un ancla cambiaria con el apoyo de abundantes créditos externos al gobierno. Estos créditos deberían financiar tanto el desequilibrio de balanza de pagos que surgiría en el período de transición como el déficit fiscal (French-Davis, 1973).

Este programa tuvo un éxito inicial, ya que efectivamente se logró reducir sustancialmente la inflación en 1960-61. La tasa de inversión se incrementó y el ritmo de crecimiento industrial se aceleró; en cambio, el aumento de las exportaciones fue insuficiente frente a una gran expansión de las importaciones, en un grado que, no obstante una mejora de los términos del intercambio entre 1959 y 1961, sobrepasó las posibilidades de financiación externa, en tanto que la agricultura permaneció estancada. Los desequilibrios crecientes de balanza de pagos fueron de tal magnitud, que las reservas internacionales se agotaron. Entonces, en medio de una crisis cambiaria, fue necesario devaluar en 1962; se incrementaron las restricciones a las importaciones, y la inflación recobró su virulencia.

Mirada en perspectiva, la experiencia del gobierno del Presidente Alessandri aparece como un primer intento serio en la posguerra por modernizar la economía mixta y el régimen de Estado interventor. Se buscó limitar el papel directamente empresarial del Estado, para que el sector privado asumiera una responsabilidad mayor, pero no se propuso un enfoque pasivo del Estado, sino más bien un modelo clásico keynesiano, en el cual el Estado actúa principalmente a través de la política fiscal, estimulando la inversión privada mediante el gasto público y procurando crear un clima de confianza, estabilidad y de expectativas favorables a mediano plazo. Ello se complementó con una

apertura moderada de las importaciones y diversos incentivos a las exportaciones.

El fracaso de los objetivos se puede explicar por la incomprensión de los mecanismos de estabilización de corto plazo y su interrelación con el mediano plazo. Esto es, ausencia de lo que luego denominaríamos “macroeconomía para el desarrollo”. El programa de estabilización ignoró dos desfases que normalmente se producen. Por una parte, en la trayectoria de reducción de la inflación desde tasas superiores a la internacional, el tipo de cambio real se aprecia durante el proceso. Por otra, en un proceso de liberalización comercial y cambiaria, se registra también un desfase entre el crecimiento acelerado de las importaciones y el más rezagado de las exportaciones, lo que también es estimulado por la apreciación cambiaria. La congelación cambiaria como instrumento de estabilización termina desvirtuándose a sí misma, como se demostró en esa oportunidad y se volvería a demostrar después en forma recurrente.

### **c) Estabilización gradual y reformas estructurales, 1964-70**

La estrategia del gobierno de la Democracia Cristiana con el Presidente Eduardo Frei Montalva, elegido en 1964, se basó en una triple plataforma de sustentación: un programa de estabilización multianclado y gradual, no recesivo; un programa de modernización industrial, reactivando el papel del Estado como generador de iniciativas de inversión, la introducción de nuevos sectores de punta (como las telecomunicaciones y la industria petroquímica), y el desarrollo de exportaciones no tradicionales; y un programa de reformas estructurales y sociales, que contemplaban, en lo sustantivo, la reforma agraria, el comienzo de la nacionalización de la Gran Minería del Cobre y el desarrollo de organizaciones sociales de base comunal y laboral, que estimularan la participación ciudadana en una efectiva democratización política (Ffrench-Davis, 1973; Molina, 1972).

El programa de estabilización heredó una inflación anual de 50% a octubre de 1964. El programa se basó en un conjunto de instrumentos de política económica, incluyendo una reforma

de las políticas monetaria y cambiaria y un control de precios armonizado con esas políticas, dirigido a una reducción gradual de la inflación, según una estimación de las presiones de costos.

En 1964 la capacidad productiva estaba subutilizada y las remuneraciones atrasadas, lo que posibilitaba conciliar un aumento de producción, incremento de remuneraciones y reducción de la inflación, todo dentro de rangos calculados por parte del programa gubernamental. Ello fue facilitado por una mejora significativa de los términos del intercambio en 1965-66. Sin embargo, se desencadenó una dinámica económica y social que opuso serios obstáculos a este programa.

En lo económico, los mayores gastos fiscales de 1965 se financiaron con los ingresos generados por una significativa reforma tributaria, que aumentó la recaudación y elevó la eficiencia del sistema de impuestos. Pero el gasto continuó creciendo en 1966 más allá de lo previsto, en particular en obras públicas y vivienda. En segundo lugar, la capacidad productiva excedente, luego de fuertes aumentos del PIB en 1965-66, empezó a agotarse, en tanto que la inversión se mantenía en niveles moderados. En tercer lugar, las remuneraciones reales de los sectores organizados subieron también mucho más que lo programado. Esto repercutió negativamente en el gasto fiscal, las expectativas de inflación y las presiones de costos. Los movimientos huelguísticos se extendieron y se deterioraron las relaciones entre el gobierno y las organizaciones laborales (salvo en la agricultura). Esto aconteció en un contexto en que las remuneraciones mejoraron ostensiblemente y las organizaciones sociales, tales como sindicatos y juntas de vecinos, se desarrollaron vigorosamente.

La reducción de la inflación lograda en 1965-67 empezó a retroceder en los años siguientes. Las remuneraciones nominales de los sectores organizados continuaron liderando aumentos superiores a los compatibles con el resto del desempeño económico. La política fiscal, luego de un mini-shock centrado en la reducción de la inversión pública en 1967, se mantuvo reprimida en los años posteriores, como medio de atenuar las presiones



inflacionarias. Con todo, la inflación se elevó a 36% en 1970, aunque resultó inferior al 50% inicial.

El resultado en cuanto a la actividad económica fue una elevación paulatina de la subutilización de la capacidad productiva desde 1967. Se produjeron así desviaciones entre las metas programadas y los resultados. Sin embargo, no se registraron desequilibrios traumáticos, como los de 1955, 1962, o décadas posteriores más recientes. Se logró mantener la regulación del sistema económico, acomodada al crecimiento excesivo de las remuneraciones, la variable que se pudo controlar menos; es interesante constatar que en este proceso la tasa de inversión, en vez de disminuir, se elevó, situándose por sobre 20% en 1970.

El PIB efectivo creció 4,0% en el período, con fuertes inversiones públicas o privadas impulsadas por el gobierno. Dadas las estructuras económicas de la época y la tasa de formación de capital, del orden de 20%, estimamos que la capacidad productiva crecía del orden de 4,3% anual, de manera relativamente sostenida en el sexenio (véase el cuadro I.1). Sin embargo, el crecimiento efectivo se compone de un primer bienio de 5,9% y el cuatrienio final de 3,1%. Luego de alcanzar una elevada tasa de ocupación, del trabajo y del capital en 1966, la paulatina subutilización de la capacidad disponible había generado, hacia fines de 1970, una brecha apreciable entre el PIB potencial y efectivo.

El sector externo se racionalizó, y se avanzó significativamente en la superación de la tendencia a crisis recurrentes, mediante la introducción pionera, en 1965, de una política de tipo de cambio reptante (véase el cap. IV). Hubo esfuerzos efectivos de expansión de las exportaciones no tradicionales y una arancelización, con reducción de su dispersión, de la protección a los sustitutos de importaciones. Cabe destacar que la novedosa política cambiaria, introducida en abril de 1965, culminó en 1970 con una devaluación real gradual durante más de un quinquenio, a pesar de un precio del cobre notablemente elevado y de ingresos crecientes de capitales financieros. Frente a lo primero, la autoridad decidió acumular una parte del ingreso fiscal

proveniente de las utilidades de las empresas cupreras.<sup>2</sup> En cuanto a los ingresos de capitales, se realizó un intento de desalentarlos fijando plazos mínimos de estadía.

Cuadro 1.1

Comparación de variables macroeconómicas claves: 1959-2002<sup>a</sup>

Variable	Durante el gobierno de:						
	Alessandri 1959-64	Frei 1965-70	Allende 1971-73	Pinochet 1974-89	Aylwin 1990-93	Frei R-T. 1994-99	Lagos 2000-02
Crecimiento del PIB (%) <sup>b</sup>	3,7	4,0	1,2	2,9	7,7	5,4	3,1
Crecimiento de las exportaciones (%) <sup>c</sup>	6,2	2,3	-4,1	10,6	9,6	9,7	4,3
Tasa de inflación <sup>d</sup>	26,6	26,3	293,8	79,9	17,7	6,1	3,3
Tasa de desempleo	5,2	5,9	4,7	18,1 <sup>e</sup>	7,3	7,4 <sup>e</sup>	10,2 <sup>e</sup>
Salario real (1970=100)	62,2	84,2	89,7	81,9	99,8	123,4	136,8
Inversión bruta fija (% del PIB)							
En pesos de 1996	—	—	—	—	—	25,4	22,9
En pesos de 1986	—	—	—	18,0	24,6	30,0	26,4
En pesos de 1977	20,7	19,3	15,9	15,6	19,9	24,1	22,1
Superávit del gob. gral. (% del PIB)	-4,7	-2,5	-11,5	0,3	1,6	1,1	-0,3
Superávit estructural <sup>f</sup> (% del PIB)					0,4	0,8	0,6

Fuentes: Banco Central de Chile y DIPRES; Jadresic (1986;1990); Marcel y Meller (1986); Larraín (1991).

<sup>a</sup> Tasas acumulativas anuales de crecimiento del PIB y exportaciones; tasas anuales promedio en inflación y desempleo. <sup>b</sup> Hasta 1985, en pesos de 1977; para 1986-1995, en pesos de 1986; para 1996-02 en pesos de 1996. <sup>c</sup> Exportaciones de bienes y servicios en pesos de 1977 para 1959-85, en pesos de 1986 para 1985-95 y en pesos de 1996 para 1996-02. <sup>d</sup> Diciembre a diciembre. <sup>e</sup> Incluye a los programas especiales de empleo (ver las notas del gráfico IX.2); la cifra sin ellos es 13,3% en 1974-89, 7,3% en 1994-99 y 9,1% en 2000-02. <sup>f</sup> Se refiere al gobierno central.

Un gran desequilibrio, creciente en los años, se ubicó, como se destacó antes, en la dimensión sociopolítica. El sello mundial de los sesenta llegó intensificado a Chile. El antagonismo en la vida política nacional, impidió la formación de un gobierno de mayor base política, así como la incorporación de las organiza-

2 El buen desempeño del mercado del cobre y su nacionalización parcial contribuyeron sin duda. En 1968 y 1969 se registró una mejora del ETI equivalente a 6% del PIB y luego un empeoramiento de 3% en 1970. Una fracción significativa del saldo positivo fue captada y ahorrada por el gobierno, que la guardó en sus reservas internacionales en el Banco Central para que Chile pudiera enfrentar futuros descensos del precio del cobre. Fue la primera aproximación a la aplicación de un fondo de estabilización del cobre.

\* valores diametralmente opuestos

ciones sociales en la tarea de transformación político-económica a que aspiraba el gobierno. En definitiva, ello reveló una insuficiencia de la institucionalidad y organización política, y un contraste con las expectativas que se habían generado.

Examinado a la distancia, sin una alianza política amplia y sólida, las probabilidades de un éxito mayor de esta estrategia progresista eran bajas. Una gran mayoría favorable a los cambios no logró articularse por celos hegemónicos y diferencias respecto del carácter e intensidad de los cambios.

Sin embargo, a pesar de haber terminado también en un fracaso relativo, al no haberse podido proyectar políticamente y no haberse cumplido todas las metas, en balance, la estrategia tuvo más bien éxito en relación con la magnitud del desaffo. El gobierno de Frei fue acertado en su diagnóstico y en la puesta en marcha del programa de cambios. No se logró dinamizar la tasa de crecimiento de la capacidad productiva, situándose en el mencionado 4,3% anual, pero se aminoró el ritmo inflacionario y se indujo una redistribución del ingreso significativa: la participación relativa de los ingresos del trabajo en el ingreso geográfico aumentó de 45% en 1964 a 52% en 1970. Se efectuó una significativa reforma del sistema tributario y se logró el control del 51% de la gran minería del cobre, captándose así una fracción apreciable de su renta económica. Los sectores rural e industrial fueron modernizados gracias a la puesta en marcha de reformas estructurales, tales como la reforma agraria. Se diversificaron las exportaciones, con un sistemático aumento de los rubros no mineros, y se fortaleció la integración regional latinoamericana, lo que, a su vez, contribuyó al proceso de diversificación comercial. Se modernizó el aparato estatal, dotándolo de recursos humanos más calificados y de una institucionalidad más ágil, al mismo tiempo que se tecnificó el sistema de formulación de la política económica, reconociéndose el papel de los precios y de los equilibrios macroeconómicos básicos, se inició y mantuvo firmemente una política cambiaria real estable (véase el cap. IV) y se avanzó en la racionalización del régimen de importaciones y de promoción de exportaciones (Ffrench-Davis, 1973).

## d) Profundización de las reformas y desequilibrios macroeconómicos, 1970-73<sup>3</sup>

El gobierno de la Unidad Popular priorizó la intensificación de los cambios de estructura, en particular en lo referente a la propiedad. El proceso lo realizó careciendo de una base social y política mayoritaria. En la concepción de los responsables de la política económica, la política de corto plazo debía ser funcional a la formación de una suficiente mayoría electoral como para recomponer el equilibrio político en favor de la intensificación de los cambios estructurales. Se aplicó así una política macroeconómica fuertemente “populista”.

En un inicio se rebajaron tarifas de servicios públicos, con la correspondiente merma de ingresos de las empresas estatales. Notables incrementos de los salarios públicos se financiaron con emisión del Banco Central; a su vez, el tipo de cambio se mantuvo congelado.

Dada la brecha inicial entre PIB potencial y efectivo (ver gráfico I.1), la oferta de bienes y servicios respondió prestamente al incremento de la demanda. El PIB efectivo creció entre 8 y 9% en 1971, el doble que el flujo potencial, cerrándose esa brecha. El aumento de actividad implicó, también, alza fuerte de las importaciones, con una tasa cambiaria real ya deprimida. Las reservas internacionales acumuladas hasta 1970 permitieron financiar ese incremento de importaciones durante 1971.

La respuesta positiva de la actividad económica, con ese aumento del PIB, sin presiones inflacionarias manifiestas en 1971, fortaleció la confianza del Ejecutivo en su estrategia. Sin embargo, la expansión se efectuó con pérdidas de ingresos fiscales por atraso en las tarifas de servicios públicos, apreciación cambiaria, debilitamiento de la inversión pública y privada, y gran expansión monetaria. Mientras tanto, entre otros cambios

3 Al cumplirse 30 años del golpe, numerosos seminarios sobre el gobierno de la UP han tenido lugar en el 2003. Al cierre de esta edición recién había aparecido una colección de ensayos publicada por la Facultad de Ciencias Sociales de la Universidad de Chile (Baño, 2003).

estructurales, se había completado la nacionalización de la gran minería del cobre y estatizado el sistema bancario y muchas otras empresas. Adicionalmente, proliferaban las tomas arbitrarias de empresas y tierras por parte de grupos de trabajadores o políticos.

La continuación del incremento de la demanda agregada resultó entonces incompatible con el ritmo de creación de nueva capacidad productiva, en tanto que los equilibrios macroeconómicos del sector externo, fiscal y monetario se deterioraron aceleradamente. Este deterioro fue reforzado por el empeoramiento continuo de los términos de intercambio entre 1970 y 1972, y por el corte de flujos de capitales privados y del gobierno estadounidense.

Un cambio del conductor de la política económica a mediados de 1972, el Ministro de Economía, fue acompañado de un intento serio de corregir el rumbo tomado. La magnitud de los desequilibrios macroeconómicos y la falta de 'governabilidad' frustraron ese y varios intentos posteriores de rectificación.

La producción efectiva descendió 4,1% (7,4% por habitante) durante 1972-73, a consecuencia de los desequilibrios sectoriales y cuellos de botella resultantes de la brecha externa, innumerables huelgas, la desmesurada dispersión de tipos de cambio múltiples, la distorsión de los precios relativos oficiales y del creciente mercado negro, y una aceleración inflacionaria (Bitar, 1979). La inversión decreció, aun cuando fue suficiente para sustentar un incremento leve de la capacidad productiva (ver gráfico I.1). En otros términos, las bajas de producción registradas en 1972 y los meses transcurridos de 1973 hasta el golpe militar de septiembre, no reflejaban una destrucción neta de capacidad, sino una subutilización creciente. El aumento de producción registrado en los meses siguientes al golpe comprueba este aserto.

La distribución del ingreso mejoró inicialmente, pero se deterioró posteriormente con la hiperinflación, de 700%, registrada en los cuatro meses previos al golpe y la merma parcial de producción en 1972-73. Los sectores populares con acceso a bie-

nes subsidiados pudieron mantener las conquistas de 1971, pero la capacidad de acceso fue muy heterogénea y desigual (León y Serra, 1978).

En definitiva, esta política económica trajo efectos políticos negativos para el gobierno en la fase de contracción económica con inflación creciente. Se sobrestimó demasiado la capacidad productiva ociosa y la capacidad del Estado para regular y controlar administrativamente los desajustes, tanto de precios como de balanza de pagos. Los desequilibrios macroeconómicos se expresaron con toda virulencia en el segundo año del gobierno y de ahí en adelante la lucha por el poder concentró todos los esfuerzos y energías de gobernantes y gobernados. Así, los desequilibrios económicos, la baja gobernabilidad y la creciente incapacidad de lograr acuerdos políticos llevó a que finalmente se impusieran grupos golpistas opositores.

#### **e) La estrategia neoliberal, 1973-90<sup>4</sup>**

El prolongado período del gobierno de Pinochet se puede dividir en dos mitades. La primera, que se extiende entre 1973 y 1981, es un ejemplo de ortodoxia o neoliberalismo en su forma más pura o extrema. La segunda, que abarca desde 1982 hasta marzo de 1990, consiste en una política que, dentro del enfoque general, introduce numerosas intervenciones heterodoxas, que le dieron un matiz más pragmático. Ellas fueron estimuladas por la grave crisis resultante de las políticas más ideológicas de la primera mitad. Este segundo período se puede identificar como un pragmatismo (lo que es positivo en cuanto intenta adaptarse a la realidad de la economía); sin embargo, muchas de las intervenciones tuvieron un sesgo regresivo (evidentemente negativo), favoreciendo a sectores con altos ingresos y a expensas de los sectores medios y bajos.

---

4 La dimensión económica y social se examina en CIEPLAN (1982; 1983); Büchi (1993); Foxley (1982); Larraín y Vergara (2000); Meller (1997). Textos de temática más amplia, con abundantes referencias bibliográficas, son Correa, Figueroa, Jocelyn-Holt, Rolle y Vicuña (2002); Hunneus (2001); Moulián (1997).

### *i) El neoliberalismo puro, 1973-81*

Las preocupaciones iniciales del gobierno dictatorial de Pinochet se encaminaron a controlar los desequilibrios macroeconómicos y en particular la hiperinflación heredada;<sup>5</sup> luego, la argumentación se trasladó al terreno de las ineficiencias del sistema económico imperante, de acuerdo al discurso que en los años siguientes se popularizó internacionalmente. A medida que un grupo ultra-neoliberal ampliaba su poder, hasta hegemonizar la conducción de la política pública, se fue extremando la gama y profundidad de los cambios estructurales (véase el cap. II).

Las principales reformas fueron: eliminación de los controles de precios; apertura indiscriminada de las importaciones; liberalización del mercado financiero, tanto en términos del acceso de nuevas instituciones como de las tasas de interés y de la asignación del crédito, seguida a fines de la década de una amplia liberalización de los flujos internacionales de capitales; reducción del tamaño del sector público y restricciones del accionar de empresas del sector; devolución a sus antiguos propietarios de empresas y tierras expropiadas; privatización de empresas públicas tradicionales; supresión de la mayoría de los derechos sindicales existentes al inicio del régimen; y una reforma tributaria que junto con eliminar algunas distorsiones (por ejemplo, los efectos en cascada de los impuestos a las ventas, al reemplazarlos por el impuesto al valor agregado), redujo fuertemente la participación de los tributos directos y de mayor progresividad.

El papel tradicional del Estado como empresario, promotor de la inversión y la industrialización, debía reducirse en el más breve plazo posible para que estos procesos resultaran exclusivamente de las decisiones tomadas por los agentes privados en mercados liberalizados y abiertos al exterior.

La aplicación de esta estrategia se vio perturbada por dos factores fuertemente gravitantes en la economía chilena durante

---

5 El año 1973 mostró una inflación anual de 600%, en tanto que la tasa anualizada alcanzó a 700% en los cuatro últimos meses del gobierno de la UP.

una parte sustancial de los 70: una inflación altísima, que una política de estabilización monetarista tuvo grandes dificultades para controlar; y el primer shock del petróleo, que junto con el fuerte deterioro del precio del cobre en 1975 generó condiciones muy adversas en la balanza de pagos.

En los primeros doce meses que siguieron al golpe militar, la tasa de uso de los recursos se había recuperado. La disciplina laboral impuesta mediante la represión sindical, la puesta al día de precios y tarifas atrasadas, la devaluación cambiaria, un fuerte aumento de la inversión pública y un elevado precio del cobre removieron cuellos de botella que obstaculizaban el mayor uso del PIB potencial. Un alza del precio del cobre en 1973-74 compensó con creces el aumento del gasto en importaciones de petróleo, con un mejoramiento de los términos del intercambio equivalente a 5% del PIB en 1974 respecto de 1972.

Estas condiciones permitieron una disminución de la inflación a 370% en 1974. Sin embargo, el precio del cobre descendió fuertemente durante el segundo semestre de 1974, en tanto que el shock petrolero subsistió, con un efecto negativo equivalente a 6,4% del PIB en 1975 respecto de 1972.<sup>6</sup> Este fuerte impacto, unido a la persistencia de la inflación, llevaron al gobierno a iniciar un intenso ajuste basado en la reducción de la demanda agregada liderada por contracción fiscal y monetaria, y una devaluación cambiaria significativa.

A poco andar, la actividad económica empezó a disminuir, con un brusco descenso de las importaciones y un aumento de las exportaciones no tradicionales. Una vez más quedó en evidencia la intensa y rápida respuesta del saldo comercial a grandes shocks de la demanda agregada. Lo novedoso para Chile fue la fuerza del aumento del volumen de exportaciones (cuadro VIII.1). Ello fue resultado de cuatro efectos: una devaluación real muy intensa, capacidad instalada exportadora generada en

6 Es la diferencia entre el deterioro del efecto de los términos del intercambio en 1975 y las mejoras en 1973 y 1974. Nótese que el alza del precio del cobre se inició en el tercer trimestre de 1973.

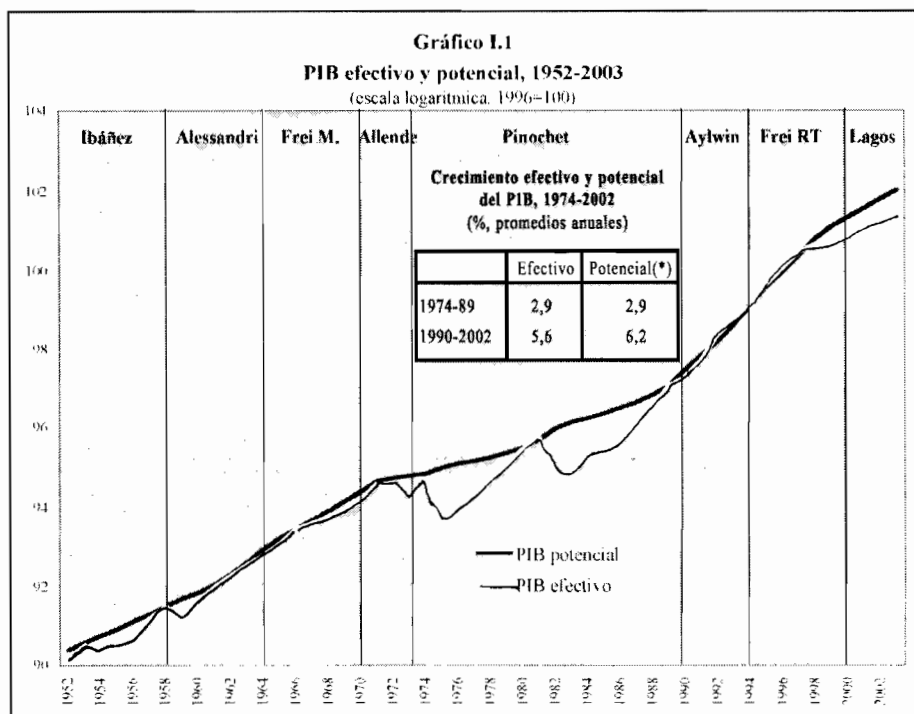


años precedentes, remoción de cuellos de botella en el sector y una gran reducción de la demanda interna (véase Ffrench-Davis, 1979b). La inflación, en cambio, no respondió con igual presteza. La indexación existente y expectativas inerciales implicaron que la restricción de la demanda agregada impactó principalmente sobre el nivel de actividad. Por tres años, la tasa de inflación se mantuvo cerca del 300%, reduciéndose sólo después de mediados de 1976 cuando, además del control monetario, el gobierno recurrió a otros mecanismos de estabilización (Foxley, 1982; Ramos, 1978). Uno de los mecanismos fue muy peculiar, pues consistió en una desindexación implícita vía la manipulación del Índice de Precios al Consumidor, el que se subestimó mes tras mes entre 1976 y 1978 (ver Cortázar y Marshall, 1980); otro mecanismo consistió en revaluaciones cambiarias publicitadas profusamente (véase el cap. IV).

La caída brusca del PIB en 1975 primero, de 17%, y luego la gradualidad de la recuperación, implicaron una elevada subutilización promedio del PIB potencial entre 1975 y 1979 (véase el gráfico I.1).<sup>7</sup> El predominio de políticas contractivas de la demanda agregada por sobre políticas reasignadoras del gasto y de la producción, explica la significativa subutilización de la capacidad productiva. Su contrapartida fue un elevado desempleo, salarios deprimidos, numerosas quiebras, y el desaliento de la formación de capital. Sin embargo, al ser muy profunda la recesión inicial, Chile estuvo posteriormente en condiciones de sostener una recuperación por varios años, con tasas significativas de aumento del PIB efectivo, a pesar de que el PIB potencial se elevaba lentamente. Con la recuperación notoria se generó una imagen de éxito económico y financiero, con la cual se enfrentó el plebiscito de 1980 que institucionalizó el régimen autoritario. Algo similar ocurrió en los años ochenta, con el ciclo que se inició con la crisis de 1982-83, para ser seguida de una recuperación y terminar el período en plena expansión eco-

7 De hecho, en 1975-79 las políticas reasignadoras, salvo el manejo cambiario en 1975, operaron en la dirección opuesta a lo requerido para elevar la tasa de utilización de recursos y, por lo tanto, la productividad efectiva. Véase el cap. II.

nómica, copando recién en 1989 la capacidad productiva potencial.



Fuente: Cálculos del autor detallados en la sección 2 de este capítulo.

La línea oscura muestra el PIB potencial de cada año, el cual está determinado por la inversión del año anterior y un coeficiente de productividad. El cuadro inserto, en cambio, muestra el PIB potencial "generado" en los períodos seleccionados, es decir, asociado a la formación de capital registrada contemporáneamente.

En 1979 se pasó a una nueva etapa de automatismo, cuando el gobierno adoptó plenamente el enfoque monetario de la balanza de pagos. Había logrado un superávit fiscal y un régimen de libre importación, con un arancel uniforme de 10%. En ese marco congeló el tipo de cambio nominal. Con ello se esperaba anclar a la economía nacional al ritmo de inflación internacional, que aunque entonces era de dos dígitos, representaba sólo un tercio de la tasa interna de 36% anual. Esta política fue apoyada por un intenso endeudamiento externo, que cubrió con exceso, hasta 1981, una brecha externa en expansión (cap. V).

Se logró éxito en cuanto a frenar la inflación, pues a inicios de 1982 estaba situada al nivel internacional, incluso con tasas negativas en varios meses<sup>8</sup>. Pero, una vez más en la historia económica de Chile, se desestimó la gravedad de otros desequilibrios macroeconómicos gestados durante la estabilización del nivel de precios, descuidándose el equilibrio externo y la inversión en capital físico y humano. Desde 1979, el tipo de cambio real perdió un tercio de su poder adquisitivo, la deuda externa se duplicó, el auge exportador retrocedió en 1981-82 y el déficit en cuenta corriente se empinó a 21% del PIB de 1981.<sup>9</sup>

Detrás de estos desequilibrios estuvo un grave error de diagnóstico. El gobierno presumió que, dado que tenía un superávit fiscal y el endeudamiento externo se realizaba entre agentes privados, no era posible una crisis cambiaria. Por segunda vez, en una década, la economía chilena se vio afectada por una crisis recesiva de magnitud considerable, la mayor de toda América Latina: en 1982 el PIB de Chile cayó 14%. ✓

Con la crisis, los sectores productivos, incluida la agricultura, la industria y la construcción enfrentaron quiebras masivas. Se generalizó el descontento político y las manifestaciones de oposición a una dictadura que había sido férrea, proliferaron, incluso entre quienes habían apoyado las reformas.

## ii) Introducción de cierto pragmatismo, 1982-89

El poder del gobierno se debilitó, ante lo cual se vio obligado a rectificar su estrategia en varios sentidos. El clima de descontento y de protesta hizo posible la reconstitución de algunos

8 En varios indicadores hay una interesante similitud con la reciente crisis de Argentina: inflación negativa, gran caída (de dos dígitos) del PIB, desempleo de 20% o más, elevación notable de la pobreza.

9 Cifra calculada con el tipo de cambio de 1976-78. Con el tipo atrasado de 1981, el déficit es 14,5% del PIB. Recuérdese que el valor del PIB en dólares corrientes fue de US\$ 15 mil millones en 1978, US\$ 33 mil millones en 1981 y US\$ 16 mil millones en 1985. Dada la enorme volatilidad en esos años, para hacer comparaciones intertemporales y orientar decisiones de políticas anticíclicas, es aconsejable "normalizar" por un tipo de cambio de "equilibrio".

movimientos sociales que habían estado muy desarticulados, especialmente el sindicalismo y los partidos políticos de centro e izquierda. En el ámbito económico, se hicieron varios ajustes que, entre otros, incluyeron sucesivas devaluaciones (cap. IV), la reintroducción de cierta protección arancelaria, regulación más estricta del sistema financiero, estatizaciones de la deuda privada, renegociación de los vencimientos de los créditos externos con los acreedores bancarios, y ayudas financieras masivas al sector privado (cap. VI). Ello estuvo asociado a un cambio sustancial de la política fiscal, que cambió del fuerte superávit hasta 1981 por un déficit de 3,4% en 1983-85.

El gobierno cedió ante presiones empresariales para que adoptase una estrategia más pragmática, reactivadora, que estuvo sesgada en favor de medidas notoriamente favorables a sectores de altos ingresos, incluidos subsidios voluminosos; en cambio, se mantuvo una posición dura frente a las organizaciones laborales y populares. Su consecuencia fue una recuperación de la actividad, pero con un deterioro adicional en la distribución del ingreso; 1987 es el año que registra la peor distribución desde que existen estadísticas al respecto (cap. IX, gráfico IX.2).

La recuperación fuerte y sostenida de la actividad y del producto interno se inició en 1986. En 1986-87, la recuperación se efectuó en un marco macroeconómico sostenible. En el bienio siguiente, la situación se modificó, acelerándose la expansión de la demanda y de la actividad económica, lo que culminó con un sobrecalentamiento de la economía en 1989, cuando se alcanzó una tasa de aumento del PIB de 10%. La desviación respecto a una expansión prevista del orden de 5% anual en 1988-89 estuvo asociada a un aumento de la demanda agregada, resultante de expansión monetaria, reducción de la tributación, rebaja arancelaria y cierto atraso del tipo de cambio que abarataron las importaciones. Este proceso se apoyó en un notable mejoramiento de los términos del intercambio (precio del cobre) observado en 1988-89 y en la capacidad instalada disponible entonces.

La década de los años ochenta llegó a su fin con una economía con una alta tasa de utilización de su capacidad productiva.

Sin embargo, exhibía algunos desequilibrios sustanciales. Durante el bienio 1988-89, una serie de variables macroeconómicas mostraban tendencias inconsistentes a mediano plazo. La demanda agregada había crecido en el bienio velozmente, un 22%; el PIB había aumentado 18%. El volumen de las exportaciones aumentó vigorosamente en el bienio, pero las importaciones se expandieron aún más rápido. La brecha entre gasto y producción fue cubierta por el mejoramiento de los términos del intercambio, que alcanzó a 5% del PIB en 1989 respecto a 1987. La producción, a su vez, pudo crecer tan fuertemente gracias a la existencia de capacidad ociosa. La capacidad productiva se expandió menos de 8% en el bienio, copándose entonces la capacidad instalada y registrándose un recalentamiento de la economía. Ello se expresó en una significativa aceleración de la inflación y en un deterioro del sector externo. La inflación anual llegó a 23%, a comienzos de 1990, con lo que duplicó la tasa de 1988.<sup>10</sup>

### iii) Un recuento

Es interesante constatar que el crecimiento económico registró promedios anuales parecidos en las dos mitades del gobierno de Pinochet, de 3% y 2,9%, respectivamente (ver el cuadro I.2). ¿Cómo se explican resultados similares cuando algunas políticas claves fueron significativamente diferentes? El bajo promedio de ambos lapsos estuvo asociado a las graves crisis de 1975 y 1982-83, y a la gradualidad<sup>16</sup> los procesos de recuperación, que involucraron elevadas tasas de subutilización de la capacidad productiva por prolongados lapsos de varios años. Esa brecha entre PIB efectivo y potencial, a su vez, fue el factor más fuerte que desalentó la formación de capital (Agosin, 1998; Solimano, 1990), la que apenas rondó un promedio de 18% del PIB en cada subperíodo.

---

<sup>10</sup> Es la tasa de inflación en los 12 meses terminados en enero de 1990. La tasa anualizada del alza del IPC registrada entre agosto de 1989 y enero de 1990 se empinó a 31%.

**Cuadro 1.2**

Variables macroeconómicas claves durante el Gobierno militar: 1974-89<sup>a</sup>  
(promedios anuales)

	1974-81	1982-89	1974-89
Crecimiento del PIB (%)	3,0	2,9	<b>2,9</b>
Crecimiento de las exportaciones (%)	13,6	7,8	<b>10,6</b>
Tasa de inflación (dic-dic)	138,9	20,8	<b>79,9</b>
Tasa de desempleo total <sup>b</sup>	16,9	19,2	<b>18,1</b>
Tasa de desempleo oficial	13,0	13,6	<b>13,3</b>
Salario real (1970=100)	75,7	88,0	<b>81,9</b>
Inversión bruta fija (% del PIB)			
En pesos de 1986	17,8	18,2	<b>18,0</b>
En pesos de 1977	15,7	15,4	<b>15,6</b>
Superávit del gobierno general (% del PIB)	1,6	-1,1	<b>0,3</b>

Fuente: Basado en las fuentes del cuadro I.1.

<sup>a</sup> Tasas acumulativas anuales de crecimiento del PIB y exportaciones; tasas anuales promedio en inflación y desempleo. <sup>b</sup> Incluye a los programas especiales de empleo.

Miradas en conjunto, las reformas aplicadas durante el gobierno militar tuvieron importantes efectos sobre la estructura productiva. La liberalización comercial aplicada simultáneamente con la política de estabilización monetarista indujo una depresión que se manifestó en una caída de 26% de la producción industrial en 1975. A pesar de numerosas quiebras, el sector logró recuperarse sobre la base de un aumento en la productividad de las empresas que sobrevivieron y la expansión dinámica de las exportaciones. En promedio, entre 1969-70 y 1978, mientras la producción industrial creció sólo 0,2% al año, las exportaciones del sector lo hicieron en 15% (Vergara, 1980), con una gran heterogeneidad en el sector. Junto con ramas que exhibieron un notable dinamismo productivo y exportador, muchos no lograron sobrevivir (véase el cap. III).

La fuerte tasa de mortalidad empresarial no puede atribuirse necesariamente a ineficiencia amparada en la estrategia de desarrollo anterior. De hecho, después de 1973, la prolongada rece-

sión, tasas de interés reales con una media de 38% anual y la liberalización acelerada de las importaciones con revaluaciones cambiarias fueron determinantes de esa mortalidad empresarial. La industria perdió participación en el PIB de manera notable: 6 puntos del PIB entre antes y después de la liberalización de importaciones, como se documenta en el capítulo III. En cambio, las exportaciones fueron escalando posiciones, en particular las no tradicionales. Entre 1974 y 1980, las exportaciones no tradicionales, que comprenden las del sector industrial, elevaron su participación en el total de exportaciones desde 8% a 18%. En los años ochenta, esta participación registró una caída en 1981-85 (promediando 16%) para luego subir a 20% en 1989. Ello fue el resultado de que, en 1974-89, el valor real de las exportaciones no tradicionales registró un crecimiento promedio anual de 13,6%, cifra sin duda muy significativa (véase el cap. VIII).

En la fisonomía renovada del sector empresarial destaca en particular el surgimiento de nuevos grupos, más innovadores y competitivos. Para ello, se dieron muchas de las condiciones clásicas para tal desarrollo, como la "corrección" de algunos precios (en especial, la depreciación cambiaria en los años ochenta, y la reducción de costos de insumos importables), la baja sustancial de salarios reales, la desregulación de los mercados, las garantías para la propiedad privada, la eliminación de la mayoría de los derechos sindicales, etc.

Debe tomarse nota, no obstante, que la "corrección de precios" fue muy contradictoria hasta 1982. En la ortodoxia neoliberal no se contemplaba que la liberalización del mercado de capitales llevara las tasas de interés reales a un promedio de 38% anual, o que la liberalización del comercio exterior fuera acompañada de una apreciación cambiaria sostenida, como ocurrió entre 1979 y 1982. Y tampoco se contemplaba que se estimulara el crecimiento del sector privado con una violenta restricción de la demanda agregada como la que se dio en 1975-76 y en 1982-83. Todo esto puede contribuir a explicar por qué la modernización estuvo asociada a un crecimiento económico bajo, de sólo 2,9% en 1974-89, y que la tasa de inversión promedio fuese notoriamente inferior a la de los años sesenta.

Al término del gobierno militar, como muchas otras veces en la historia de Chile, la política económica se dejó llevar por el impulso de mejoras transitorias del precio del cobre. Durante su último bienio, gozó de un notable nivel, que eliminó la escasez de divisas que había predominado entre 1982 y 1987. Nadie serio puede negar que la historia de 1988-89 habría sido muy diferente con un mercado del cobre "normal" en ese bienio. Era evidente que luego los precios externos tenderían a deteriorarse, lo que empezó a observarse hacia mediados de 1989. Por lo tanto, el régimen de Pinochet, al final entregaba una economía con un gran impulso exportador y una fracción del sector productor modernizada; sin embargo, el crecimiento económico de sus dieciséis años registraba un promedio bajo, mediocre. La modernización aún no alcanzaba a la mayoría de las empresas y la economía requería de urgentes ajustes, pues presentaba notorios desequilibrios macroeconómicos.

En lo distributivo predominaba una situación de desigualdades sociales mucho más intensa que la que había dos décadas atrás. Un deterioro fuerte en los setenta fue seguido por uno adicional, también intenso, en los ochenta. En efecto, la participación del quintil más pobre en el gasto se había reducido de 7,6% en 1969, a 5,2% en 1978 y a 4,4% en 1988 (véase el cuadro IX.2). Una variable determinante de ese resultado fue el deterioro del mercado laboral, con salarios promedios y mínimos que en 1989 eran inferiores a los de 1981 y 1970. Los focos de deterioro distributivo mayor se ubicaron luego de las crisis de 1975 y de 1982. En el plano político los movimientos sociales y partidos democráticos pudieron conquistar el retorno a la democracia, aun dentro de las reglas del juego que había impuesto unilateralmente la dictadura. Luego del triunfo de la oposición en un plebiscito en octubre de 1988 y en una elección presidencial en diciembre de 1989, un presidente democrático, Patricio Aylwin, asumió el poder en marzo de 1990. En la elección derrotó al candidato continuista, el ex ministro de Hacienda de Pinochet, por 25 puntos porcentuales.



### f) Democracia, reformas a las reformas y desarrollo, 1990-2003

La década de los noventa estuvo marcada por las administraciones de la Concertación de Partidos por la Democracia, que asumieron la conducción del país en 1990 con los sucesivos gobiernos de Patricio Aylwin (cuatrienio 1990-94) y Eduardo Frei R-T (sexenio 1994-2000). Ambos dieron forma a uno de los períodos de mayor prosperidad de la historia económica de Chile, con una tasa de crecimiento promedio anual superior al 7% que se sostuvo entre 1989 y 1998, marcando un claro quiebre en la tendencia histórica de expansión del PIB (véase el gráfico I.1), asociado a una alta formación de capital, y un ambiente de estabilidad generalizado hasta 1998, cuando la llamada crisis asiática llegó a América Latina.<sup>11</sup>

Como se destaca en el capítulo VIII, el vigoroso crecimiento fue liderado por una expansión anual de 10% de las exportaciones, cifra que no se diferencia de la registrada en los setenta y ochenta. Sin embargo, el crecimiento del PIB fue radicalmente distinto: 7% en los noventa y 2,9% en los dos decenios pasados. La variable que explica el éxito de los noventa es el fuerte incremento del resto de la economía (no transables y sustitutos de importaciones) que se expandieron 6,5% por año entre 1990 y 1998 (cuadro VIII.4). Tal como en los tres decenios (1965-95) del desarrollo acelerado de Corea y Taiwán, una clave del éxito es el arrastre o vínculo de las exportaciones con el resto de la economía y la persistencia de un equilibrio macroeconómico integral o real. note

La parte final del gobierno del Presidente Frei (1999) y el primer trienio del Presidente Lagos (2000-03), se desarrollaron en un ambiente económico deprimido que frustró las expectativas de una rápida recuperación y retorno al dinamismo de los noventa. La caída abrupta, y luego sostenida, de la actividad

<sup>11</sup> Colecciones de estudios interesantes, con perspectivas diversas, se encuentran en Bosworth, Dornbusch y Labán (1994); Pizarro, Raczynski y Vial (1995); Cortázar y Vial (1998); Larraín y Vergara (2000). Véase, también, Ffrench-Davis y Stallings (2001).

económica se concentró en la economía no exportadora, que representa sobre 70% del PIB. La lentificación de las exportaciones –sin duda, muy significativa– sólo explica 1,3 puntos de los 5 puntos de menor crecimiento en 1998-2003 en comparación con 1990-98 (véase el cap. VIII).

Con todo, el crecimiento efectivo del PIB promedió 5,5% en los catorce años comprendidos entre 1990 y 2003.<sup>12</sup> En cifras por habitante, el PIB se expandió en este lapso 4,0% anual en comparación con 1,3% en 1974-89. Esa notable diferencia responde a la mejora en la calidad de las políticas macroeconómicas desde 1990, y explica el progreso sustantivo, económico y social, logrado en los noventa. No obstante, el quiebre de la tendencia en 1998 está asociado, en parte, a retrocesos en la calidad del manejo macroeconómico interno.

#### **i) De la reforma de las reformas al contagio asiático, 1990-98**

Al asumir Patricio Aylwin, su administración concentró sus esfuerzos en estabilizar la economía después del “boom” electoral de 1988-89; y en lograr imprimir un crecimiento más vigoroso, estable y sostenible del PIB. Ello requería, entre otros esfuerzos, incrementar la tasa de inversión, aplicar un manejo macroeconómico que lograra equilibrios sostenibles, financieros y de la economía real, y reducir la vulnerabilidad ante shocks externos, y dar respuesta a las demandas sociales más urgentes, permitiendo así que un mayor sector de la población se beneficiara del proceso de modernización económica. Con ello, se procuraba conciliar equilibrios macrosociales y macroeconómicos, e instaurar una política económica que resultase legítima en el nuevo marco democrático.

Los gobiernos de la Concertación decidieron evitar los cambios radicales en las políticas económicas vigentes y buscaron “un cambio en continuidad”, rompiendo así con la tradición de varios gobiernos precedentes, caracterizada por su naturaleza

<sup>12</sup> Para 2003 usamos las proyecciones anuales fiscales disponibles en agosto.

refundacional. Para lograr este objetivo, el gobierno del Presidente Aylwin se esforzó en obtener el apoyo de los sindicatos e incorporar a los trabajadores en el proceso de toma de decisiones macrosociales. Este fue dirigido a beneficiar a aquellos grupos más perjudicados por los efectos del largo período de ajuste recesivo en los años ochenta.

En esta tarea, se enfrentó el conflicto potencial entre estabilidad macroeconómica y la necesidad de mayores recursos para ser destinados a los grupos de menores ingresos. El nuevo gobierno respondió rápidamente al desafío, con la presentación al parlamento de un proyecto de reforma tributaria, para incrementar los ingresos fiscales, y se modificó la composición del gasto público, aumentando la participación del gasto social.<sup>13</sup>

Asimismo, el gobierno envió en 1990 al congreso un proyecto de reforma laboral, que buscaba, entre otros objetivos, equilibrar los poderes de negociación del empleador y de los trabajadores, procurando darle mayor legitimidad a la legislación laboral. Para la aprobación de ambas leyes hubo un acuerdo entre el gobierno, las organizaciones laborales y empresariales y la mayoría de los partidos políticos (Cortázar, 1995). Sin embargo, éstas y otras reformas acordadas en el Parlamento fueron de menor alcance que las propuestas originales del gobierno. Un factor determinante fue la presencia de “senadores designados”, de acuerdo con la Constitución diseñada por Pinochet, que compensó con creces la mayoría conseguida por los candidatos de la Concertación en las sucesivas elecciones parlamentarias.

En 1990, se logró también un acuerdo nacional tripartito, entre el gobierno, los representantes de los trabajadores sindicalizados (CUT) y de los empresarios (CPC), que permitió un aumento del salario mínimo real de 28% entre 1989 y 1993. En abril de 1991 se acordó que, después de esta fase de recuperación, los aumentos reales futuros del salario mínimo, debían re-

---

13 Me parece muy relevante destacar que el alza tributaria fue anunciada durante la campaña electoral.

lacionarse con las ganancias en productividad laboral, y que se debería utilizar como criterio para su reajuste nominal la inflación futura esperada en vez de la pasada.<sup>14</sup>

En medio de este clima constructivo se realizaron importantes avances en la distribución del ingreso y en la lucha contra la pobreza en los primeros años de los noventa. Desde 1993 en adelante aparece una cierta congelación de los logros en equidad; sin embargo, la pobreza continuó en descenso, alcanzando a 21% de la población en el 2000, reduciéndose a la mitad del 45% de 1987 (véase el cap. IX).

Cabe destacar que este mayor esfuerzo se consiguió en paralelo con una gran responsabilidad fiscal. Los ingresos del Estado aumentaron significativamente (3% del PIB) como resultado de la reforma tributaria de 1990,<sup>15</sup> de una fuerte expansión de la actividad económica y de las importaciones, de un precio del cobre alto y mayor que lo esperado (captado en parte por Chile gracias a la propiedad nacional de CODELCO), y de una reducción en la evasión tributaria. Esto permitió al gobierno aumentar el gasto público y, en particular, el social y, a la vez, elevar el ahorro del gobierno central de 2% en los ochenta a alrededor de 4,5% del PIB en los noventa (cuadro I.4, más adelante).<sup>16</sup> Este mayor ahorro no sólo financió la inversión pública, sino que generó un superávit promedio de 1,8% del PIB en 1990-97.

14 No obstante, en 1998, se acordó un fuerte reajuste real trianual. El salario mínimo cubría aproximadamente 12% de la fuerza laboral en los noventa.

15 La oposición argumentaba que (i) el aumento del impuesto a las empresas desalentaría las inversiones y el crecimiento y (ii) el alza de la tasa en el impuesto al valor agregado (IVA) tendría un efecto regresivo, pues las familias de menores ingresos consumen un porcentaje más alto de su ingreso. Esto último es efectivo; sin embargo, una comparación coherente también debe considerar que los mayores recursos serían transferidos principalmente a estas familias a través del aumento del gasto social. El efecto neto resultó evidentemente progresivo.

16 Estas cifras son netas de la depreciación de bienes de capital de empresas públicas, que se incluye en el ahorro privado. Adicionalmente, el sector fiscal

Un nuevo acuerdo político en 1993 permitió que varias de las modificaciones previamente transitorias, fueran aprobadas por un período más prolongado. La evidencia posterior rechaza la predicción de algunos críticos a la reforma, quienes argumentaban que ésta tendría un impacto negativo sobre la inversión productiva privada. Después de una caída en 1991 —atribuible al efecto rezagado del ajuste de 1990, con una brecha entre PIB efectivo y potencial, y al tránsito a la democracia con una coalición de centro izquierda—, la inversión volvió a incrementarse en 1992 y en 1993, para alcanzar, en el quinquenio siguiente, niveles sin precedentes en las décadas anteriores (véase el cuadro I.1). Esta elevada inversión productiva fue la principal variable explicativa detrás del notable aumento de la tasa de crecimiento del PIB, desde una inferior a 3% en 1974-89 a otra sobre 7% en 1990-98. Los estudios empíricos demuestran que la inversión privada, dada su irreversibilidad, responde en forma muy positiva a los equilibrios macroeconómicos, siempre que se perciban como sostenibles en dos aspectos claves. Uno es que la demanda efectiva sea consistente con la capacidad productiva que se vaya generando; el otro es que los macroprecios claves (la tasa de interés y el tipo de cambio) sean “correctos” y relativamente estables (véase Agosin, 1998; Coeymans, 1999; Ffrench-Davis, 1999, cap. VI; Solimano, 1990). Esto es lo que denominamos equilibrios de la macroeconomía real.

Dados los desequilibrios macroeconómicos gestados en el período 1988-89, en enero de 1990, entre la elección presidencial y la asunción del gobierno democrático, se aplicó un ajuste para frenar la actividad económica. Ello se efectuó por la vía del

---

generó financiamiento para cubrir el déficit del sistema público de seguridad social. Bajo la reforma de seguridad social, el sector público continuó pagando las pensiones vigentes y se hizo cargo de financiar parte de las nuevas, mientras que los ingresos fueron traspasados al sistema privado. Las cifras no consideran el déficit cuasi-fiscal del Banco Central, que fue causado inicialmente por la intervención del gobierno para prevenir una quiebra masiva del sistema financiero nacional en 1983, y aumentado, luego, con las pérdidas operativas de la esterilización para atenuar la apreciación cambiaria en los noventa. Respecto de esta última, calificaciones significativas se exponen en Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff (1995, pp.236-37).

note

= 10% en bruto de 10 años

aumento de las tasas de interés, para controlar la expansión de la demanda agregada y el rebrote inflacionario. Pronto, este ajuste se vio complicado por el exceso de entrada de capitales que experimentó Chile, al igual que otras economías de la región, desde principios de los noventa. La brecha entre tasas internas e internacionales de interés había aumentado de forma significativa, lo que provocó una fuerte entrada de capitales especulativos de corto plazo, y una caída del tipo de cambio desde el techo al piso de su banda de fluctuación de 10%, en la segunda mitad de 1990. Aun más, el Banco Central se vio en la necesidad de comprar fuertes sumas de dólares para defender el piso de la banda.

La fuerte entrada de capitales, tanto de corto como de mediano plazo, amenazó con reducir, en gran medida, la capacidad de la autoridad para conducir su política monetaria de manera independiente a los acontecimientos externos, dado que se pretendía evitar fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio real y la demanda agregada.

Por otra parte, la autoridad económica enfrentó la necesidad de diferenciar entre las presiones revaluatorias permanentes, resultantes de las mejoras netas de productividad registradas en Chile y de la superación de la crisis de la deuda, y las presiones coyunturales. Reconocidas las primeras, se trató de evitar las segundas, con el objetivo de defender la competitividad del sector transable.

Para intentar reconciliar estos dos objetivos —una tasa de interés que mantenga el equilibrio interno y un tipo de cambio compatible con el equilibrio externo—, en presencia de una entrada masiva de capitales, la autoridad económica chilena implementó varias medidas, entre las que se pueden mencionar: una política cambiaria muy activa y operaciones de esterilización monetaria; la liberalización selectiva de la salida de capitales; el encaje a los préstamos externos de corto plazo y líquidos, y la extensión de un impuesto, que anteriormente sólo gravaba los préstamos en moneda nacional, a los préstamos en moneda extranjera (véase el cap. X).

Las políticas tuvieron éxito en el sentido de reducir la entrada de capitales de corto plazo y volátiles. En cambio, la inversión extranjera directa (tanto el capital de riesgo exento del encaje, como los créditos asociados afectos al encaje) aumentó significativamente. El volumen de la IED fue estimulado por el atractivo de la economía chilena, debido a su riqueza en recursos naturales y la entrega casi gratuita de su renta económica a los inversionistas (falencia que demanda una corrección), a la mejor calidad de las políticas macroeconómicas, (una macroeconomía real equilibrada), y a la percepción positiva de la transición a la democracia. Con el elevado nivel de flujos de IED se generó un amplio excedente en la cuenta de capital, mucho mayor que el déficit en cuenta corriente.

El conjunto de políticas, en particular las que afectan el ingreso de capitales de corto plazo, contribuyó a mantener el déficit en cuenta corriente en niveles sostenibles (2,3% del PIB en 1990-95) y a que los pasivos externos más volátiles no crecieran en exceso. De este modo, las autoridades económicas chilenas aportaron en forma significativa a la estabilidad macroeconómica, a la estrategia exportadora y al crecimiento en general. Una prueba de ello se puede observar al examinar la crisis mexicana de 1994-95, de la cual la economía chilena salió incólume (Ffrench-Davis, 1999, cap. VIII. C; Ffrench-Davis y Reisen, 1998; Stiglitz, 1998).

Durante 1990-95, el crecimiento del PIB excedió el 7%. Además, si se compara el crecimiento alcanzado en este período con el de otros años de expansión acelerada en los tres decenios precedentes (1966, 1971, 1981 y 1988-89), se podrá observar que, a diferencia de las ocasiones anteriores, i) el crecimiento del PIB, tanto efectivo como potencial, fue sostenido por varios años; ii) éste se dio en un contexto de equilibrio macroeconómico, con una elevada inversión productiva, iii) sin presiones inflacionarias o sobre las cuentas externas y iv) con una situación fiscal ordenada. Tanto en 1965-66 como en los noventa, esta fuerte expansión del producto se logró sin causar presiones de importancia sobre la tasa de inflación, pero en 1966 el crecimiento del PIB se

sustentó en una fuerte expansión del gasto corriente del sector público, mientras que en los noventa éste fue impulsado por la expansión de las exportaciones y por la inversión productiva. En los otros tres episodios de fuerte expansión (1971, 1981 y 1988-89), se produjeron desequilibrios de importancia. En 1971 y 1989 se puso fuerte presión sobre la capacidad productiva interna, agotándose el exceso de capacidad, con un impacto inflacionario, mientras que en 1981 se causó un desequilibrio externo notable equivalente a 21% del PIB (cap. V).

Después de cada uno de estos años de macroeconomía insostenible en las últimas cuatro décadas, fue necesario llevar a cabo un programa de ajuste con importantes costos sociales y económicos. Estos significativos cambios en el ambiente macroeconómico reflejan, en el frente externo, la inestabilidad de los términos de intercambio y del financiamiento, y en el frente interno, la gran vulnerabilidad del equilibrio externo a variaciones de la demanda agregada, en particular cuando la economía se encuentra operando cerca de la frontera productiva.

El impacto del programa de ajuste de 1990, sobre otras variables económicas, fue menos severo y se revirtió rápidamente. Como lo mencionamos antes, la inversión se recuperó rápidamente en 1992, alcanzando un nivel récord en 1993-98 (véase el cuadro I.1). El mayor mérito de las políticas de 1990-95 fue que se resistieron a la tentación de acelerar la reducción de la inflación, con una mayor absorción de capitales externos, lo que habría implicado aceptar una mayor apreciación cambiaria y un déficit externo más elevado y una mayor acumulación de pasivos externos de corto plazo o líquidos.

No obstante lo anterior, las políticas implementadas fueron perdiendo fuerza luego de 1995, y se mostraron incapaces de detener una apreciación real del peso y un desajuste de las cuentas externas en 1996-97. Con ello, Chile se adentró en la "zona de vulnerabilidad" en la que lo sorprendió la crisis asiática. ¿A qué se debió el cambio? Varios factores se pueden mencionar. Primero, la fortaleza mostrada frente al contagio de la crisis de México en 1995, dio un errado sentido de inmunidad. La in-



munidad primó en Chile porque había seguido un camino distinto al de México en 1990-94, impidiendo un atraso cambiario excesivo, déficit en cuenta corriente elevado y stock de pasivos externos líquidos significativo. Segundo, se registró después de 1995 un cambio de prioridades, principalmente en el Banco Central autónomo, con predominio del objetivo anti-inflacionario por sobre otros objetivos (como el balance externo y el tipo de cambio, y la sostenibilidad macroeconómica). Tercero, la fuerza de la creencia internacional de que las crisis financieras no tenían espacio en el futuro, que estuvo implícita o explícita en profusos planteamientos de las instituciones internacionales y los operadores financieros en pro de la apertura financiera indiscriminada. Comprensiblemente, ese sobreoptimismo fue absorbido tanto por el sector privado como por algunas autoridades públicas nacionales. Cuarto, el desempeño notable de Chile lo transformó en uno de los destinos preferidos para los inversionistas extranjeros, en un marco de gran abundancia de financiamiento para las economías emergentes; el país, por su parte, mantuvo inalteradas las regulaciones a pesar de la avalancha de capitales. El resultado fue una entrada neta de 8% del PIB en 1997. De este modo, cuando la crisis asiática se hizo sentir en 1998, con un fuerte deterioro de los términos del intercambio, la economía chilena había acumulado desequilibrios importantes, que incluían una apreciación real de 16% entre 1995 y octubre de 1997, y un déficit en cuenta corriente de 4,5% del PIB en 1996-97 (comparado con 2,3% del PIB en 1990-95).

La política fiscal de este bienio amerita una consideración especial, pues ha sido objeto de un debate confuso y desinformado. La política fiscal de los noventa concilió una expansión significativa del gasto social con un aumento del ahorro y de la inversión pública. Como se expuso, una gestión fiscal responsable financió los mayores gastos con la reforma tributaria y la reducción de la evasión. El equilibrio macroeconómico real implicó que la economía se situase en la frontera productiva o PIB potencial, con la correspondiente elevada recaudación fiscal. En el caso particular de 1996-97 se mantuvo la responsabi-

lidad fiscal. El balance fiscal efectivo del bienio fue de 2% del PIB, porcentaje superior al de los años precedentes. Por consiguiente, no tiene fundamento sostener que el desempeño fiscal fue responsable del desequilibrio macroeconómico de este bienio. El déficit externo, evidentemente, se radicó en el sector privado, como lo demuestra el cuadro I.3, y fue financiado y estimulado por la cuenta de capitales.

**Cuadro I.3**

Balances presupuestarios privados y públicos, 1990-2002  
(% del PIB, precios corrientes)<sup>a</sup>

	Total	Sector privado	Sector público
1990-95	-2,3	-4,0	1,7
1996-97	-4,5	-6,4	2,0
1998	-5,1	-5,4	0,4
1999-2002	-1,0	-0,4	-0,6

Fuente: Cálculos del autor, basados en datos del Banco Central de Chile y DIPRES.

<sup>a</sup> El balance total está dado por el déficit en la cuenta corriente o uso de ahorro externo. El balance del sector público corresponde al del gobierno central. El déficit del sector privado se construye por diferencia.

Es efectivo que se registró un alza del gasto fiscal en ese bienio. Pero no se puede ignorar que fue un aumento en rubros concordados unánimemente por todo el espectro político, relacionados con educación, salud y pensiones. Ello no obsta para sostener, con un enfoque contracíclico más activo, que habría sido conveniente moderar el gasto fiscal o elevar coyunturalmente la recaudación tributaria en ese bienio. Pero, toda la evidencia demuestra que donde era preciso actuar con fuerza era sobre la causa del desequilibrio, esto es, el exceso de ingreso de capitales en 1996-97.

### *ii) Ajuste recesivo y recuperación pendiente, 1998-2003*

El contagio de la crisis asiática a Chile se dio por dos canales. Por una parte, hubo un deterioro intenso de los términos del

intercambio, del orden de 3% del PIB. Por otra, se produjo una reducción generalizada de los flujos de capitales hacia los países emergentes. De este modo, desde fines de 1997 surgieron fuertes expectativas de depreciación, que el Banco Central combatió decididamente durante 1998, debido a su temor de un rebrote inflacionario en una economía sobrecalentada. Primero, realizó masivas ventas de divisas, con el precio de mercado artificialmente bajo. Luego, a mediados de 1998, el Banco redujo drásticamente la amplitud de la banda para dar una señal de estabilidad cambiaria nominal, en combinación con un alza de la tasa de interés de política monetaria, que llegó a 14,5% real. En este contexto crítico, no sólo hubo una reducción de los créditos externos, sino que se produjo además una fuga de capitales de residentes. En efecto, desde enero de 1998 hubo una voluminosa salida de recursos, principalmente desde los fondos de pensiones –que especularon contra el peso– totalizando egresos por casi 5% del PIB en 18 meses (Ffrench-Davis y Tapia, 2001a; Zahler, 2003). Ello, naturalmente, tuvo un impacto contractivo sobre la liquidez monetaria y la demanda agregada.

Así, una vez más, luego del desequilibrio macroeconómico de 1996-97, liderado por flujos de capitales excesivos en ese bienio, se produjo un costoso ajuste recesivo. Desde mediados de 1998, la demanda agregada cayó bruscamente, alcanzando una variación negativa de 6% en 1999, mientras el PIB se contraía 1%: los agentes económicos, habituados durante un decenio a observar un aumento de la demanda real entre 7 y 9% anual, bruscamente se vieron enfrentados a una caída de 6% .

Es útil examinar más detalladamente la existencia de la brecha. No se trata de capacidad física obsoleta, sino de capacidad productiva *económica*, que se encontraba en uso en 1997, a lo cual descontamos una estimación de la producción no sostenible (véase la sección siguiente). La nueva capacidad productiva venía siendo creada a una velocidad de 7% por año durante los noventa, lo cual se mantuvo en 1998 y 1999 determinado por las altas tasas de inversión registradas hasta 1998. El PIB efectivo, por su parte, creció sólo 3,2% en 1998 y cayó 0,8% en 1999,

como resultado del ajuste recesivo que comenzó a mediados de 1998. De este modo, se generó una brecha entre producto potencial y producción efectiva del orden de 8% en 1999 (ver el gráfico I.1 y la sección 2). Ésta fue determinante de la brusca caída de la tasa de inversión en 1999-2003. Una elevada brecha todavía persistía en el 2003, habiendo aumentado paulatinamente en vez de decrecido. En efecto, en el cuatrienio 2000-2003, el PIB potencial creció del orden de 4,0% anual, en tanto que el crecimiento efectivo ha promediado 3,2%. Evidentemente, cada mes que la producción crece menos que 4% se acumula una brecha más grande. Salvo que se vaya autodestruyendo por subutilización, dada la actual tasa de inversión, Chile requiere dos a tres años de crecimiento efectivo muy por sobre el 4% para retornar al equilibrio de la macroeconomía real.

Como lo hemos observado repetidamente, la brecha entre el PIB efectivo y la frontera productiva es seguida, probablemente siempre, por una caída en la inversión productiva. Tal como en México y Argentina en 1995, y en Corea en 1998, en Chile la inversión experimentó un brusco retroceso: se redujo 18% en 1999 y aún en el 2003 era 8% menor que el nivel de 1998; la brecha productiva más la disminución de la inversión tuvieron, asimismo, un impacto muy negativo sobre el empleo. Estos factores alejaron a la economía chilena de la velocidad de 7% anual, a la que se expandía la frontera productiva en la década de los noventa, haciéndola caer a la llanura del 4%.

La campaña presidencial de 1999 estuvo marcada por la premisa de que Chile retomarí­a rápidamente la llanura de crecimiento de 6-7%. Tanto las propuestas electorales de la Concertación como de la oposición estructuraron sus programas sobre la base de expectativas que *ex post* resultaron ser demasiado optimistas.

Este desencuentro entre las expectativas oficiales de una reactivación considerada inminente y una economía deprimida, con una demanda agregada estancada, determinó asimismo un desajuste entre los recursos necesarios para cumplir el programa y los deprimidos ingresos tributarios. Para enfrentar este con-

texto, el gobierno implementó una regla de política fiscal que opera con el concepto de balance fiscal estructural (ver Marcel, et al., 2001; Tapia, 2003). Este consiste en mantener un nivel de gastos compatible con los ingresos recaudados cuando la economía está ocupando plenamente el PIB potencial y cuando el precio del cobre está en su equilibrio de mediano plazo. Por consiguiente, cuando la economía está sobrecalentada acumula ingresos; y cuando está recesionada utiliza aquellos fondos para cubrir la merma de ingresos asociada a la menor actividad económica. Esta operatoria me parece un gran avance conceptual en el manejo fiscal y macroeconómico, dada la fuerte fluctuabilidad de los mercados internacionales comerciales y financieros. Ante ello, se requieren eficaces políticas contracíclicas internas para estabilizar la actividad económica. Como lo hemos reiterado a través de este texto, ése es un ingrediente esencial del equilibrio de la macroeconomía real.

Esta positiva regla fiscal fue acompañada de dos rasgos que no son intrínsecos de la regla, sino que constituyen opciones de cómo aplicarla. Uno es perseguir como meta un superavit estructural de 1%; el otro es definir como PIB potencial lo que ha sido el PIB de tendencia de la economía chilena, que evidentemente incluye las recesiones, tan intensas que ha sufrido. Es obvio que el PIB de tendencia es inferior al PIB potencial o frontera productiva de pleno empleo (véase la sección 2).

Las características de la regla chilena permitieron mantener un nivel de gasto consistente con las tendencias (estimadas) de mediano plazo del PIB y del precio del cobre. Ello implicó una política fiscal neutral respecto del ciclo económico, lo cual es un avance respecto de una política pro-cíclica como lo es la norma tradicional de procurar equilibrar el presupuesto fiscal efectivo período a período. Esta norma tradicional fue la fórmula desastrosa que se le impuso a Argentina con ocasión del contagio de la crisis asiática.

La política del sector externo del Banco Central venía evolucionando desde mediados de los años noventa, cuando las autoridades monetarias comenzaron a perder confianza en los ins-

trumentos disponibles. En septiembre de 1999 se había liberalizado el tipo de cambio, dejando atrás el sistema de bandas presente desde mediados de los ochenta. Durante 2000-01, en lo que se consideró una política consistente con la flexibilización cambiaria, se eliminó la mayoría de los controles restantes a las transacciones financieras con el resto del mundo. Uno de sus efectos ha sido el intenso activismo financiero, con voluminosas entradas y salidas. En concordancia con el entorno recesivo, contribuyendo a mantenerlo así, en 2002 se registró una salida neta de inversiones de cartera o financieras por US\$ 1.876 millones, esto es alrededor de 3% del PIB. Al impacto procíclico de los mercados financieros internacionales, entonces, se agregó el de los inversionistas nacionales.

No obstante la incapacidad de liberarse de la brecha recesiva, el gobierno continuó desarrollando reformas sociales. En octubre de 2002, se puso en marcha un seguro de cesantía operado por una sociedad formada por todas las AFP. Se financia con aportes de los trabajadores de 0,6% del salario, 2,4% del empleador y un monto global aportado por el gobierno. Todo nuevo contrato de asalariados, con algunas exclusiones, y los con contrato vigente que adhieran voluntariamente forman parte del sistema; en junio de 2003 ya tenía 1,6 millones de afiliados (trabajadores que pasaron alguna vez por el sistema) y 813 mil cotizantes (alrededor de 27% de los cotizantes de las AFP con derecho a incorporarse)<sup>17</sup>. En septiembre de 2001 se promulgó una segunda reforma laboral, que modificó el Código del Trabajo. Se intensificaron los programas de empleo público cubriendo a cerca de 2% de la ocupación en 2002. Continuó con las reformas educacionales, la jornada escolar completa, con ampliación de la infraestructura y modernización de programas. Se pusieron en marcha el Programa Chile Solidario dirigido a incorporar a los indigentes a la red de apoyo social del estado y el Programa Chile Barrio de erradicación de campamentos.

---

17 Uno de los antecedentes generados por este seguro es el de la alta rotación del trabajo asalariado. Por ejemplo, los interesantes antecedentes procesados por el Ministerio del Trabajo muestran que de los 225 mil trabajadores incorporados en octubre de 2002, sólo un 22% seguía cotizando en junio de 2003.

Todos estos avances, algunos muy novedosos y promisorios, han estado limitados en su financiamiento por la brecha recesiva. Pero tanto o más significativo es el impacto que la brecha tiene sobre el mercado laboral en el presente y en el futuro.

En el quinquenio comprendido entre mediados de 1998 y 2003, el número de ocupados (incluyendo como tales a los empleados en programas especiales) creció apenas 3,3%, mientras la población de 15 años y más aumentó 8,7%. La tasa de participación, que era baja, se redujo 1 punto y la tasa de desempleo abierto subió 4 puntos. La principal variable determinante de ese deterioro del mercado laboral es el desequilibrio macroeconómico, como lo definimos aquí: la brecha elevada entre PIB efectivo y potencial. Sin duda, que la demora en definir la normativa pesquera y eléctrica, por ejemplo, o la reforma laboral puede tener alguna responsabilidad, pero es evidente que el desempleo se inició con la caída de la demanda agregada, mucho antes de que esas variables entraran en juego.

Desde cuando nos pareció evidente que el impulso macroeconómico se demoraría en llegar a Chile, hemos propuesto un impulso desde el interior, aprovechando todas las fortalezas acumuladas por la economía chilena: elevadas reservas internacionales, una Tesorería y un Banco Central con pasivos externos reducidos y de largo plazo, cuentas fiscales ordenadas, entre otros atributos, y lo principal, la gran brecha existente en todo el último quinquenio entre PIB efectivo y PIB potencial.

### iii) Un recuento

A pesar de la brecha de 1998-2003, el PIB efectivo creció 5,5% desde 1990, esto es, aproximadamente el doble de la tasa registrada en los años setenta y ochenta. Sin duda, el factor principal detrás de ese desempeño sobresaliente fue la elevada inversión productiva de los noventa: el cuadro I.1 muestra que la tasa promedio de los gobiernos de la concertación (27,5% en 1990-2002) fue casi 10 puntos mayor que durante el experimento neoliberal (18% en 1974-89). Un antecedente que cabe destacar es que aunque la inversión extranjera tuvo un repunte muy significativo, el

82% de la generación de capacidad productiva fue hecha por nacionales<sup>18</sup>. Luego del ajuste recesivo, la IED también se contrajo, pero la reducción mayor se centró en la inversión privada nacional. Esto demuestra que sigue siendo muy sensible a la brecha entre PIB efectivo y potencial. Con todo, la formación de capital en 1999-2003 ha sido significativamente superior a la de los setenta y ochenta y sustenta un crecimiento potencial del orden de 4%.

Por otra parte, durante los noventa, la tasa de ahorro nacional alcanzó un promedio de 21% (a precios corrientes), la más alta en los últimos decenios, y un tercio más elevada que el 16,4% obtenido en 1985-89 (cuadro I.4). Ésta financió el 86% de la inversión total. La alta tasa de ahorro estuvo asociada al estimulante entorno macroeconómico enfrentado por las empresas, lo que condujo a una elevada utilización de la capacidad instalada y de la productividad potencial, y a mayores tasas de utilidades y niveles de reinversión (Agosin, 1998; Ffrench-Davis, 1999, cap. VI).<sup>19</sup>

La capacidad de ahorro es afectada fuertemente por los términos de intercambio. Estos continúan siendo extremadamente inestables para Chile. Por ejemplo, el alto precio del cobre en 1989 significó entradas adicionales equivalentes a 3,8% del PIB al fondo de estabilización del cobre (FEC), que es una fuente de ahorro público y nacional. Por el contrario, en 1999 el fondo desacumuló el equivalente a 0,6% del PIB. Resulta una diferencia neta de 4,4%, que debiera utilizarse para analizar las cifras brutas de ahorro nacional y ahorro público en el cuadro I.3, y así medir mejor el esfuerzo efectivo de ahorro en cada año. Sin embargo, ésa es sólo parte de la historia. El FEC capta sólo una fracción de la mayor o menor recaudación recibida por

---

18 Ver Ffrench-Davis (2003).

19 Reiteramos que la convergencia entre trayectorias de la frontera productiva y la demanda efectiva es un atributo esencial de una política macroeconómica eficiente. La ausencia o debilidad de este equilibrio macroeconómico fundamental ha sido característica en las economías de América Latina desde los ochenta. Véase CEPAL (2000, cap. 8); Ffrench-Davis (1999, caps. I y VI).



**Cuadro I.4**  
 Ahorro e inversión brutos, 1985-2002  
 (porcentajes del PIB a precios corrientes)

Años	Tasa de inversión fija	Variación de existencias	Tasa de ahorro				
			Externo	Nacional	Gobierno Central	FEC	Otros
1985-89	19,4	1,8	4,9	16,4	2,0	1,5	13,0
1990-95	22,9	1,7	2,5	22,1	4,4	0,7	17,0
1996-98 <sup>a</sup>	26,5	0,8	4,7	22,7	4,7	0,0	18,0
1999-2002 <sup>a</sup>	21,0	0,6	1,0	20,7	2,9	-0,5	18,3
1989	23,6	1,6	1,8	23,3	3,1	3,8	16,4
1990	23,1	2,0	1,9	23,2	2,5	2,3	18,4
1991	19,9	2,6	0,3	22,3	3,6	0,7	18,0
1992	22,4	1,4	2,3	21,5	5,0	0,3	16,2
1993	24,9	1,6	5,6	20,9	4,9	-0,2	16,2
1994	23,3	0,8	3,0	21,1	4,9	0,2	16,0
1995	23,9	1,9	2,0	23,8	5,4	1,1	17,3
1996	24,8	1,8	5,8	20,8	5,8	0,3	14,7
1996 <sup>a</sup>	26,4	1,0	4,3	23,1	5,3	0,2	17,5
1997 <sup>a</sup>	27,1	0,6	4,7	23,1	5,1	0,1	17,9
1998 <sup>a</sup>	26,1	0,8	5,1	21,8	3,8	-0,4	18,5
1999 <sup>a</sup>	20,8	0,1	-0,1	21,0	2,3	-0,6	19,4
2000 <sup>a</sup>	20,7	1,1	1,2	20,6	3,5	-0,2	17,3
2001 <sup>a</sup>	21,3	0,6	1,9	20,0	3,1	-0,6	17,5
2002 <sup>a</sup>	21,1	0,8	0,9	21,0	2,6	-0,6	19,1

Fuentes: Cálculos basados en información del Banco Central y DIPRES. Las cifras para el Gobierno Central incluyen utilidades netas de las empresas públicas, principalmente de CODELCO (la empresa productora estatal de cobre) recaudadas por la Tesorería. FEC corresponde al Fondo de Estabilización del Cobre, depositado por CODELCO en una cuenta especial de la Tesorería en el Banco Central. Otros incluye ahorros netos privados más las utilidades de empresas públicas no transferidas a la Tesorería y capitalizadas por estas empresas, y reservas de depreciación de todas las empresas públicas y privadas.<sup>a</sup> Corresponden a cifras de las cuentas nacionales calculadas con la matriz insumo-producto de 1996.

CODELCO (la gran empresa pública), por concepto de fluctuaciones del precio del producto. De este modo, hay un efecto residual del cambio de la cotización del cobre sobre las utilidades netas de CODELCO; estas utilidades son íntegramente transferidas al gobierno central. Por ello, los cambios en este precio tienen un efecto sobre el ahorro que va más allá de aquél del FEC. Por otro lado, también el ahorro privado es afectado por los términos de intercambio, particularmente cuando se ven afectadas las empresas nacionales exportadoras.

No obstante las limitaciones que afectan la cobertura del FEC, se ha constituido en un destacado factor de estabilización macroeconómica: es un fondo efectivamente contracíclico. La autoridad ha operado responsablemente con él. En los años 1990-97 se acumuló alrededor de 4,5% del PIB que, junto al superávit fiscal, permitió aumentar la caja disponible y prepagar deuda pública externa. De esta manera, el fisco contó con fondos compensadores y recuperó capacidad de endeudamiento para enfrentar la caída del precio del cobre y la recesión desde 1998.

Durante 1990-2002, el volumen de las exportaciones de bienes y servicios creció 8,4% anual, comparado con una expansión del PIB potencial de 6,5%. De este modo, tanto las exportaciones como la inversión (que se expandió 6,3% anual en este período) fueron las principales fuerzas conductoras del crecimiento económico, aumentando los vínculos externos de la economía chilena y su potencial para un crecimiento sostenido. Es interesante notar que la tasa de crecimiento de las exportaciones de las tres últimas décadas ha sido relativamente similar. En este contexto, corresponde destacar que el crecimiento del PIB fue notablemente más alto en los noventa gracias a que el sector no exportador también se expandió con gran dinamismo, lo cual es indicativo de mayor competitividad sistémica y de la mayor calidad de los equilibrios macroeconómicos.

La distribución del ingreso continúa siendo muy regresiva en Chile. No obstante, debe reconocerse, al considerar los di-

versos antecedentes disponibles,<sup>20</sup> que en 1990-98 se registró una mejora de la distribución. Tanto la encuesta de presupuestos familiares como la encuesta de empleo de la Universidad de Chile para el Gran Santiago, muestran que la distancia entre el quintil más rico y más pobre se acortó. Por ejemplo, la encuesta de empleo señala que la razón entre ambos quintiles era de 13 veces en los sesenta, 15 veces en 1974-81, 20 veces en 1982-89 y 16 veces en 1990-98 (véase el gráfico IX.2). El peso regresivo de las brechas recesivas se constata con un deterioro parcial a 17 veces en 1999-2002. A pesar del deterioro reciente la distribución no es tan regresiva como en cualquiera de los años 1982-89. Sin embargo, es mucho peor que en los sesenta. La deuda pendiente de la economía, en mora con la mayoría de los chilenos, es enorme.

Los gobiernos de la Concertación se comparan favorablemente en términos de expansión del PIB, inflación, nivel de los salarios reales, pobreza y distribución del ingreso, gasto social, y superávit fiscal (véase los cuadros I.1 y I.4, y gráfico IX.2). Es interesante destacar que el desempeño de la inversión y el ahorro, así como la generación de nueva capacidad productiva, ha sido notablemente superior a la de los decenios anteriores. Sólo en lo que respecta a la tasa de desempleo, aunque es inferior a la mitad de la tasa promedio del régimen de Pinochet, no se ha logrado recuperar los niveles de los años sesenta. Más aún, luego del prolongado desequilibrio recesivo vigente desde mediados de 1998, el desempleo se acentuó, y hoy se manifiesta como uno de los mayores desafíos para reasumir la senda de crecimiento con equidad. Está comprobado que las mejoras del mercado laboral, logradas entre 1990 y 1998, contribuyeron al progreso en la distribución del ingreso en esos años, y que su empeoramiento contribuyó al deterioro parcial en 1999-02. Otro gran desafío, luego de algunas oscilaciones entre el enfoque neoliberal y el de crecimiento con equidad, es reencontrar el modo de volver a los equilibrios

---

20 En el cap. IX hacemos un análisis de las diferentes fuentes de información y de los resultados que entregan, principalmente para zonas urbanas.

macroeconómicos sostenibles de la economía real, y así contribuir a recuperar tasas altas de inversión productiva y empleo. Tanto para el crecimiento como para la equidad es necesario lograr equilibrios sostenibles de la macroeconomía real. Más allá de inflación baja y responsabilidad fiscal, se requieren tipo de cambio y tasas de interés funcionales para el desarrollo productivo, y un manejo activo de la demanda agregada consistente con el potencial productivo.

## 2. LAS TENDENCIAS DE LARGO PLAZO DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO

La expansión de la capacidad productiva —el crecimiento económico— no es un dato inmutable sino que es una variable resultante de la acción pública y del comportamiento de los agentes económicos, sociales y políticos. Naturalmente, también depende del entorno externo y de las *modas* que condicionan el actuar de unos y otros. Hemos planteado que políticas macroeconómicas que sostengan un uso elevado de la capacidad productiva constituyen una variable determinante de la calidad de la acción pública. Para crecer con equidad, lo vamos demostrando a través de todo el texto, es imprescindible mejorar la calidad de las políticas macroeconómicas. Para analizar el tema requerimos avanzar en la estimación del PIB potencial, capacidad o frontera productiva (FP). Eso hicimos aquí para el último medio siglo.

El PIB potencial es el máximo de oferta agregada que se puede alcanzar en cada momento, dadas las imperfecciones existentes en el proceso de producción y la calidad de los factores; la variable determinante para que se logre ese máximo es una demanda efectiva consistente con la oferta potencial económicamente productiva.

Existe una asimetría importante en el sentido de que es posible que la economía se sitúe muy por debajo de la FP, en cambio no es posible ubicarse muy por sobre la FP de manera sostenida. La FP puede excederse transitoriamente, pero con agotamiento de inventarios, presiones inflacionarias crecientes,

déficit externo inabarcable, o, con suerte, gracias a shocks positivos transitorios de los términos de intercambio.

Contar con una estimación creíble de la FP contribuye a entender la historia económica y a orientar la política macroeconómica futura: las políticas monetarias, fiscal, cambiaria y de regulación prudencial de la cuenta de capitales. ¿Cómo se puede calcular el PIB potencial?

Hay métodos sofisticados técnicamente, que tienen el gran defecto de no poder controlar o corregir por el efecto de recesiones fuertes. La consecuencia es que se llega a estimaciones del PIB potencial que están sesgadas hacia abajo, más bien reflejando el PIB de tendencia o promedio histórico, incluyendo los ciclos experimentados<sup>21</sup>. Basarse en esas estimaciones para análisis históricos o para la aplicación práctica de políticas macroeconómicas lleva a reproducir en el futuro las recesiones del pasado y oculta lo principal que queremos comparar: cuál es la frontera económica sostenible –de pleno uso de capital, trabajo y capacidad de gestión– alcanzable, a la cual debe apuntar el conjunto de políticas macroeconómicas.

El método que adoptaremos recoge lo esencial de lo que nos interesa; un segundo método, con función de producción, entrega resultados similares (ver Anexo I.A). Con los antecedentes que están disponibles, identificamos los máximos o *peaks* de uso de capacidad, sobre lo cual hay mucho consenso entre los especialistas: por ejemplo, en los últimos tres decenios, en 1971, 1974, 1981, 1989, 1997. En esos años el PIB efectivo era más cercano al PIB potencial; no obstante, para mayor precisión, examinamos con atención cada uno de esos años y efectuamos ajustes en ellos basados en antecedentes complementarios.<sup>22</sup>

21 Por ejemplo, el popular método Hodrick-Prescott o estimaciones de funciones de producción que no controlan adecuadamente por la subutilización del capital o la sostenibilidad de la trayectoria de crecimiento del PIB. Una de las manifestaciones de su sesgo son las erráticas estimaciones que entrega de la productividad total de factores.

22 En cada uno de los *peaks* identificados hemos examinado si existen sesgos importantes. Aquí hemos corregido, procurando ser conservadores, por los dos

Luego calculamos el aumento del producto (PIB neto de depreciación del stock de capital) y lo relacionamos con el aumento del stock de capital (resultante de la suma de la inversión neta de cada año), desfasado en un año (por ejemplo, el aumento de la capacidad productiva en 1999 depende de la inversión neta de 1998). De ello, resulta un coeficiente producto/capital o de productividad marginal bruta.<sup>23</sup> Con él interpolamos entre *peaks*, para calcular el PIB potencial en los años intermedios.<sup>24</sup>

Chile perdió posición relativa entre los países de América Latina y del mundo en desarrollo en las primeras décadas de la posguerra. Mientras la capacidad productiva o PIB de la región creció 5,5% al año en los tres primeros decenios de posguerra, para Chile esa tasa promedió 4,6% en los sesenta, y se situó en

---

principales. Uno en que el PIB efectivo subestima la FP al trabajar con cifras anuales, con el *peak* cubriendo sólo parte del año (por ejemplo, en 1974, con una recesión iniciándose en el tercer trimestre). El otro que sobreestima la FP por un exceso de importaciones, no financiable sostenidamente, que permitió un elevado valor agregado en su comercialización (intensamente en 1981, en parte compensado por subutilización en la producción de transables, deprimidos por un tipo de cambio demasiado apreciado; sobreestima moderadamente en 1997).

23 Aquí estamos asociando los aumentos de producción a la formación neta de capital fijo. Aparte de la inversión en capital humano, ha habido cambios en el uso de otros factores, como tecnología y recursos naturales (Marfán y Bosworth, 1994). El número de ocupados creció 1,9% por año en los sesenta, 1,7% en 1974-81 (con una fuerza de trabajo que se elevaba 3%), y 3,9% en 1982-89. Por otra parte, aumentó la intensidad de uso de los recursos naturales. Hay numerosos trabajos empíricos que controlan por cantidad de trabajo y por calidad de trabajo y capital. Véase Hofman (1999); Morand y Vergara (1997) y Coeymans (1999). Este último autor avanza más que otros autores en controlar por el ciclo.

24 Marfán (1992) obtiene, para 1960-88, tasas de variación anual de la capacidad productiva similares a las obtenidas en esta sección. La similitud de los resultados, en el lapso común a ambos estudios, es determinada por la elección del método de los *peaks* y la concordancia en la identificación de éstos. Dada la alta ciclicidad de la economía chilena, trabajos empíricos que no controlan por el nivel de actividad pueden arrojar resultados notablemente sesgados sobre la productividad total de factores (PTF). Por ejemplo, Roldós (1997) da una variación anual de -3,8% para 1981-85 y 0,9% para 1986-90, evidentemente distorsionada por la recesión de 1982. ¿Cuál estimación refleja mejor la tendencia de la productividad y con cuál proyectar? Dado que 1981 y 1990 son años con brecha de actividad pequeña, el promedio del decenio se aproxima más a la PTF real.

1% durante la UP y en 2,9% durante la dictadura. Con una expansión demográfica de 2,3% en los sesenta y de 1,6% en el último período, las tasas de crecimiento per cápita se reducen a 2,4% y 1,3%, respectivamente.

La capacidad productiva potencial se expandió de manera relativamente estable en los años sesenta, con tasas de uso comparativamente altas en relación con las notables brechas entre la frontera productiva y la utilización de ese potencial, que luego prevalecieron en los setenta y ochenta. En efecto, la evolución de la capacidad y su uso se tornó mucho más inestable en estos dos decenios (gráfico I.1). La escasa formación de capital y lenta expansión de la frontera productiva están asociados a la baja tasa de uso promedio de capacidad y a los desequilibrios macroeconómicos de esos años. La brecha entre PIB efectivo y potencial resulta de la evolución de la demanda agregada, de su relación con la demanda efectiva (la que se localiza en recursos internos) y de la adecuación entre las estructuras de la demanda y la oferta, tanto de productos como de factores.

La inestabilidad del nivel de actividad económica repercute negativamente en dos sentidos. Por una parte, la subutilización de capacidad tiende a reducir la rentabilidad (social y de mercado) del capital, disminuye los fondos disponibles para la inversión y deteriora la situación financiera de las empresas. En el sentido macroeconómico, además de desalentar la inversión, reduce su productividad efectiva. Por otra parte, deprime el empleo productivo y el nivel de ingresos sostenible en el futuro próximo.

El cuadro I.5 presenta tres indicadores. La col. (1) muestra la brecha entre el PIB efectivo y el potencial; o tasa de sub-utilización del PIB potencial. La col. (2) es el coeficiente marginal producto potencial/capital (PPK) medido entre los *peaks* mencionados. La col. (3) presenta el coeficiente marginal producto efectivo/capital.

**Cuadro 1.5**  
Productividad bruta efectiva y potencial del capital, 1952-2003  
(promedios de cada período)

	Brecha (1)	Coefficiente marginal producto potencial/capital (2)	Coefficiente marginal producto efectivo/capital (2)*[1-((1)/100)]
1952-61	4,2	0,26	0,25
1962-71	2,0	0,36	0,35
1972-74	4,3	0,13	0,12
1975-81	9,6	0,29	0,27
1982-89	11,9	0,40	0,35
1990-98	0,0	0,46	0,47
1999-2003	9,3	0,28	0,25
1952-2003	5,4	0,33	0,32

Fuente: Sobre datos del gráfico 1.1. (1) es la brecha entre el PIB efectivo y el potencial. (2) Está medido con la variación del producto y de la inversión netos entre *peaks* ajustados.

Los antecedentes sugieren que el PPK fue relativamente similar en 1982-89 y 1962-71, y mayor que en 1975-81. ¿Cómo se concilia esto con la imagen de que en los dos decenios más recientes la productividad habría sido muy superior, debido a la apertura externa y a la liberalización de mercados? La respuesta sería que las empresas sobrevivientes en los años setenta y ochenta eran más productivas pero que la tasa de mortalidad de empresas fue mayor, y lo que interesa medir es la productividad del total de recursos disponibles y no sólo la del segmento ganador de la economía.

La quiebra masiva de empresas implica una destrucción de capital (mucho de él habría sido productivo ante una demanda normal y precios correctos o bien alineados): la destrucción resultante de la liberación abrupta de importaciones y del fuerte atraso cambiario fue muy elevada en los setenta (véase el cap. III); la situación mejoró en los ochenta en parte por el transcurso del tiempo y gracias a macroprecios mejor alineados (el tipo de cambio y la tasa de interés), pero estuvo restringida por el ajuste recesivo frente a la crisis de la deuda externa.



En los años sesenta, el exceso de protección y de trabas administrativas amparó ineficiencias, pero la mayor estabilidad macroeconómica contribuyó a mejorar la eficiencia, a una menor destrucción de empresas, a la mayor concentración de esfuerzos en crear empresas antes que en transferencias de activos existentes, y proveyó perfiles de demanda más predecibles y precios relativos más estables (estimulantes para la inversión productiva, dada su irreversibilidad). Asimismo, el desarrollo fue más integrado, lo que operó en igual sentido al ofrecer más oportunidades productivas a sectores más amplios de la sociedad. Esta combinación de elementos, no obstante las ineficiencias vigentes entonces, explica el mejor desempeño de la productividad respecto de los años cincuenta y setenta, y la cercanía a la productividad potencial de los ochenta.

En cuanto a la productividad efectiva, considerando toda la trayectoria de buenos y malos años en cada subperíodo, en el cuadro I.5 se observa que la alta subutilización de la capacidad productiva en 1974-89 involucra que, en los dos subperíodos correspondientes, la productividad efectiva se desvió fuertemente de la potencial. Los años de gran subutilización de capacidad han estado asociados, por una parte, a ajustes recesivos deliberados o involuntarios, luego de expansiones con desequilibrios fiscales, monetarios o de balanza de pagos. Por otra, la subutilización también se intensificó cuando las políticas estabilizadoras descansaron en sólo uno o dos instrumentos de política de estabilización, en vez de operar con un multianclaje (Ffrench-Davis, 1999, cap. VI). Los años de brechas mayores se ubican en 1954-56, 1959, 1973, 1975-79, 1982-87, y en 1999-2003.

En los noventa, una vez copada la capacidad ociosa en 1989, la frontera productiva comenzó a moverse con vigor, a tasas anuales del 7%, en respuesta a los aumentos de la tasa de inversión que, como proporción del PIB, creció 10 puntos porcentuales entre 1982-89 y 1990-98 (véase el cuadro X.4). Las condiciones de gran estabilidad interna predominantes durante casi toda la década, logradas mediante políticas preventivas, contracíclicas,

como la regulación selectiva de los flujos de capitales de corto plazo o volátiles, dieron el marco para el círculo virtuoso de una mayor tasa de utilización de la capacidad instalada, generando mayor inversión para su ampliación, y un uso global más eficiente de los recursos productivos, reflejado en un crecimiento importante en la productividad efectiva del trabajo y del capital.<sup>25</sup>

El excepcional desempeño de los noventa, culminó en un punto de inflexión, con la crisis asiática. No obstante, la inflexión estuvo asociada, además, a otros dos factores. Por una parte, uno *estructural*; el dinamismo exportador, de flujos de inversión extranjera directa e inversión interna tuvo un componente muy significativo de recursos naturales (como cobre y forestal) y servicios públicos (como energía y telecomunicaciones), con mega proyectos. Su réplica en el nuevo decenio, con esa intensidad, es muy improbable (Moguillansky, 1999). Por consiguiente, se requerirían ahora muchos proyectos de menos tamaño y en sectores más intensos en competitividad sistémica. Ello exige una labor más activa y efectiva en *completar* mercados de capital de largo plazo, difusión y adaptación de tecnología, capacitación laboral, y acceso a mercados externos de rubros no tradicionales, con participación creciente de las PYMEs en todos ellos. Estos serían componentes imprescindibles de una *agenda de crecimiento* adecuada a la realidad nacional y consistente con el crecimiento con equidad.

El otro factor se refiere al entorno macroeconómico imperante. Como veremos en el capítulo X, las políticas aplicadas en la segunda mitad de la década perdieron coherencia y fuerza en el control de la vulnerabilidad de la economía chilena ante los shocks externos. Con la llegada de la crisis asiática, en un entorno macroeconómico propicio para ello, resurgió un clima de inestabilidad que, una vez más, hizo reaparecer la brecha entre el PIB efectivo y potencial desde mediados de 1998. Esta

---

25 Datos ajustados por calidad dan variaciones de la productividad total de factores de -0,4% en los setenta, -1,4% en los ochenta, y 1,4 en 1991-95 (Roldós, 1997).

brecha, como lo demostramos a través del texto, ha sido el factor determinante de la caída abrupta de la tasa de inversión y su deprimido nivel en 1999–2003, con la consiguiente desarticulación de alguna capacidad inversora. Doble desafío para retomar el rumbo.

### 3. CONCLUSIONES Y DESAFÍOS

Las clasificaciones o agrupaciones suelen ser arbitrarias. Pero si son coherentes, resultan útiles y orientadoras para el análisis y la acción. Aquí siguen cuatro grupos de conclusiones o lecciones económicas sobre los últimos decenios recorridos por Chile. Luego planteamos desafíos futuros agrupados en 10 puntos.

#### a) Cuatro conclusiones

En primer lugar, el desafío de compatibilizar el crecimiento con la equidad distributiva sigue más vigente que nunca, sobre todo después del deterioro ostensible en el nivel de vida de una amplia proporción de la población en los años setenta y ochenta, y de los gobiernos democráticos que han respondido sólo parcialmente a las expectativas generadas en los años noventa. Está claro que esa compatibilización requiere de acuerdos políticos sustantivos entre los principales sectores sociales y políticos, que permitan concertar una secuencia temporal más equitativa de la distribución de los costos y beneficios del crecimiento económico, con un progresivo mejoramiento de la distribución de las oportunidades, de la productividad y el ingreso. En democracia se requiere que crecimiento y equidad avancen en forma paralela.

En segundo lugar, existe una evidencia abrumadora en el sentido de que los equilibrios macroeconómicos tienen una importancia crucial para el éxito de cualquier estrategia de desarrollo. Hay un componente que habitualmente no se incluye entre los equilibrios macroeconómicos, pero que siempre debería ser protagonista; es la relación entre la creación de nueva capacidad productiva y los aumentos de producción efectiva (o uso de capacidad). Como se ha expuesto antes, en el régimen de

Pinochet hubo profundos desequilibrios entre ambos indicadores; la brecha, aunque sin duda en una escala menor, aunque ya excesivamente prolongada, resurgió en 1998-2003 (gráfico I.1). El costo de perder esos equilibrios es siempre muy elevado. Aparte de que producen la reversión de los éxitos iniciales que se puedan lograr en crecimiento y redistribución (como sucedió, parcialmente, en 1999-2002), la experiencia muestra que también se producen pérdidas políticas muy costosas para los gobiernos que caen en las tentaciones populistas. Estas pueden ser de izquierda (por ejemplo, gastos sociales no financiados) o derecha (por ejemplo, rebajas tributarias que impidan financiar la inversión en capital humano, esencial para la equidad; o aperturas financieras excesivas, que invitan desequilibrios macroeconómicos). Las formas de alcanzar equilibrios macroeconómicos pueden ser muy diversas (Cortázar, 1986; Ramos, 1991; Ffrench-Davis, 1999, cap. VI): pueden ser concentradoras o desconcentradoras; más cíclicas o más estables. Depende, entre otros, del peso relativo que se le otorgue a distintas variables, de la composición del gasto e ingreso público, de la institucionalidad financiera, y de iniciativas públicas que contribuyan a la mayor capacidad y organización de los sectores de menores ingresos. El equilibrio macroeconómico más significativo es el uso sostenible de la capacidad productiva. Una economía que trabaja sobre la frontera productiva, con macroprecios correctos, es capaz de lograr mayor productividad, incentivar con más vigor la formación de capital y fortalecer la demanda por trabajo. Requerimos balances macroeconómicos sostenibles, y consistentes con los equilibrios macrosociales.

En tercer lugar, en las décadas de 1970 y 1980 se produjeron diversas modernizaciones en la organización económica, que, sin duda, muchas de ellas constituyen logros permanentes y válidos para futuras estrategias democráticas de desarrollo. Entre ellas pueden destacarse el significativo crecimiento y diversificación de exportaciones; el ordenamiento del presupuesto fiscal, y el desarrollo de una nueva generación empresarial con características más dinámicas y tecnológicamente modernas que las tradicionales clases empresarias. Estas son herencias que apor-

taron significativamente al buen desempeño de los noventa; aunque, cuánta falta le hace a Chile el pluralismo y la desideologización del poder económico.

Finalmente, los cambios estructurales adolecieron de variadas fallas que repercutieron severamente sobre el crecimiento potencial de la economía y el bienestar de la población. En los años noventa, se impulsaron importantes *reformas a las reformas* emprendidas en las décadas previas, con el objetivo explícito de introducir más pragmatismo en ellas. En particular, se incorporó una gran preocupación por disminuir la vulnerabilidad de la economía nacional frente a un entorno globalizado y de creciente volatilidad, junto con avanzar en políticas que favorezcan una mayor equidad en la distribución del ingreso y las oportunidades. Los resultados de este cambio de enfoque, a pesar de diversas contradicciones y retrocesos más recientes, fueron notables. Durante casi toda la década se disfrutó de una expansión vigorosa de la capacidad productiva sin precedentes en la historia de Chile, junto con conquistas muy valiosas en la lucha contra la pobreza. La brecha recesiva de 1999-2003, sin embargo, sacó a relucir falencias e insuficiencias, la falta de mayores *reformas a las reformas*, y un retroceso en la calidad de la macroeconomía. La prolongación del entorno recesivo ha contribuido a deteriorar la percepción que la población tiene del funcionamiento de la economía y cómo afecta su bienestar (véase PNUD, 2002, p. 276 y sgtes.). En una perspectiva optimista, el lado positivo de esta prolongada brecha recesiva es que podría contribuir a que se reconozcan estos problemas, y así avanzar en su solución. Con este libro queremos contribuir a la reflexión y al diálogo para la acción, para lograr efectivamente crecimiento con equidad, sostenibles.

## **b) Diez desafíos**

¿Cómo recuperar el crecimiento vigoroso y avanzar en la equidad? Primero hay que entender cómo se logra y cuál es el verdadero desafío como país. El desarrollo se logra cuando es sostenible por plazos prolongados. Si medimos por decenios, contando buenos y malos años, sólo en los noventa se alcanzó un récord

de generación de capacidad productiva de un 7%. En los sesenta, el PIB creció 4,4 % y en los setenta y ochenta promedió 2,9%. Recuperar lo excepcional no es fácil. Hemos agrupado algunas tareas prioritarias, para crecer con equidad, en los diez puntos que siguen:

1. Recuperar un entorno macroeconómico para el desarrollo sostenible, con tres rasgos a) que logre, como lo hizo entre 1991 y 1997, operar con una demanda efectiva cercana a la capacidad productiva; ése siempre debe ser un objetivo clave de un buen equilibrio macroeconómico: evitar auges insostenibles y actuar con fuerza y coherencia en las situaciones recesivas. Si no, cómo pedirle a los empresarios que inviertan si se encuentran en medio de una recesión y consideran probable que los castigue la próxima crisis; b) mantener un tipo de cambio real competitivo y estable, lo que no resulta viable con los extremos de tasa totalmente libre o con la dolarización; c) conseguir que las tasas de interés fluctúen en rangos moderados. Estos tres objetivos requieren una política fiscal más flexible, con una eficaz función anticíclica, y acrecentar la capacidad de desalentar excesos en los flujos especulativos de capitales. El gran peligro es mantener una actitud “populista” al respecto, sin pesar los efectos negativos que provoca para toda la economía real un exceso de flujos —especulativos, de corto plazo o meramente financieros o para comprar lo que ya existe, sin crear nueva capacidad de producción—; la falla principal, en el corazón de la recesión en 1999, fue el desequilibrio provocado por el exceso de ingresos de capitales financieros en 1996-97. El ambiente recesivo en 2000-03 se debe, en mucho, al escuchar en exceso las voces que vienen de los mercados financieros internacionales de corto plazo, cuyo entrenamiento y responsabilidad no es el desarrollo económico de largo plazo de los países emergentes sino sólo hacer ganancias rápidas. Con ello se desaprovechan las sólidas fortalezas que había acumulado la economía chilena.

2. El dinamismo exportador es determinante de la capacidad para crecer. Muchas exportaciones intensas en recursos naturales tradicionales se destinan a mercados ‘maduros’ con esca-

so dinamismo; no podemos seguir haciendo siempre más de lo mismo: los mercados se saturan y los recursos se agotan o muestran productividades decrecientes. Evidentemente, sin perder lo que tenemos, debemos desarrollar nuevos rubros exportables. Ellos incluirían a) sobre la gran base de los recursos naturales tradicionales, avanzar fuertemente en adicionarles valor y tecnología, y en el desarrollo de producciones de bienes y servicios, intermedios y de capital, relacionados con el proceso productivo de aquellos rubros tradicionales; b) recursos naturales no tradicionales y c) encontrar nichos en que se aproveche la capacidad de emprendimiento y experiencia acumulada por los empresarios y técnicos nacionales en nuevas ventajas competitivas. Esto requiere un intenso esfuerzo nacional para *completar* los mercados de tecnología, capacitación laboral, y capital de largo plazo.

3. Los acuerdos firmados con Estados Unidos y la Unión Europea, con todas las diferencias marcadas entre ambos, presentan desafíos importantes para expandir y diversificar las exportaciones.<sup>26</sup> Tratándose de exportaciones, un apoyo básico proviene de los esfuerzos de integración. Los accesos negociados a los mercados de América Latina son vitales, aprovechando la vecindad (la geografía aún cuenta mucho, como lo atestiguan los norteamericanos que venden la mitad de todas sus exportaciones a sus dos vecinos, o los europeos que lo hacen en 60%). El MERCOSUR y su conexión futura con la Comunidad Andina son esenciales para la diversificación de las exportaciones con valor agregado: son mercados más significativos para los rubros no tradicionales que los Estados Unidos y Europa. Es preciso enfrentar constructivamente los problemas que probablemente estarán surgiendo, entre ellos la inestabilidad macroeconómica en algunos de sus países miembros. Un proceso de integración comercial bien diseñado es un ingrediente esencial para *hacer* globalización.

---

<sup>26</sup> Éste no es el lugar para analizar ambos acuerdos. Destacamos, sin embargo, que involucran diferentes beneficios y costos potenciales, y el balance dependerá de los diversos rasgos de cada acuerdo y de cuán eficazmente avanzamos en el tipo de desafíos que intenta sintetizar este decálogo.

4. El desarrollo siempre deja atrás a algunos sectores productivos. Más vale prever que curar al enfermo ya grave; recordemos la costosa imprevisión de Chile con el carbón. Una macroeconomía para el desarrollo sostenible ayuda mucho para minimizar el número de perdedores en el progreso. Pero se necesitan políticas sectoriales y regionales pragmáticas y con sentido de futuro; parte de la agricultura y de la minería requieren una mayor reflexión y acción oportuna.

5. No es posible crecer sin inversión física. En 1999-2003 cayó, respecto de 1992-98, asociada a la crisis asiática y al manejo macroeconómico. La economía chilena necesita más y no menos inversión productiva. En primer lugar, es preciso cuidarse de un peligroso sesgo, acentuado en los años recientes, de carácter rentístico; hay demasiadas energías y capacidades canalizadas a fusiones y transferencias de lo existente. Hay que refortalecer la iniciativa creadora; generar una mayor calidad macroeconómica y *completar* mercados de factores y de exportación. Segundo, se precisa tener presente que, en todo el mundo, una proporción abrumadora de la inversión es nacional; de cada 10 pesos que se invierten, sólo uno es extranjero. El ahorro y la inversión nacionales son lo determinante. Es imprescindible diseñar mecanismos para que el ahorro de largo plazo de Chile – como es el de las AFP – cruce, con las garantías adecuadas, hacia las empresas nacionales, en especial las PYMEs. Se necesita también promover el financiamiento para la innovación productiva.

La tendencia, predominante en Chile, de empujar el ahorro de las AFP hacia el exterior es, lamentablemente, inconsistente con el objetivo de elevar el ahorro nacional para aumentar la formación de capital. Sin duda, el ahorro no sobra, sino que falta para financiar una mayor inversión productiva en Chile. Es prioritario mejorar los canales de transmisión de estos fondos de largo plazo hacia el financiamiento de la inversión productiva. Naturalmente, con los resguardos y garantías necesarios para proteger los ahorros de los trabajadores. En cuanto a las tasas de rentabilidad promedio, es indudable que son mayores en Chile que en las economías desarrolladas.



6. La inversión en capital humano es un ingrediente clave para el crecimiento con equidad. La reforma educacional es un gran paso adelante. Pero estamos al comienzo; hay que darle la prioridad que merece, y siempre tener muy presente que la educación se hace con los profesores; hay que reconstruir confianzas y reconocimiento social a su alta función. Sin embargo, los frutos de la educación operan a largo plazo; la gran mayoría de la fuerza de trabajo del próximo decenio corresponderá a chilenos que ya salieron de la educación formal. Enfrentamos así un gran desafío de mejorar su entrenamiento. Por lo tanto, se requiere un enorme esfuerzo nacional, con gran eficacia y continuidad, con un horizonte extenso (que mire al bicentenario y más allá), de capacitación laboral para mejorar la calidad y la flexibilidad de la oferta de trabajo; el empresariado de las PYMEs también debiera mejorar su acceso a fuentes de capacitación (CEPAL, 1998, cap. VIII). Sobre la base existente, se requiere un Programa Nacional de Capacitación para el Trabajo al cual se sientan incorporados los diferentes actores sociales.

7. El tema del medio ambiente llegó a quedarse como protagonista significativo de cualquier proceso de modernización. Chile requiere recuperarse de su atraso en abordar el tema, y en integrarlo en el diseño de las políticas públicas. Se necesita un enfoque muy pragmático y participativo, para conciliar el desarrollo productivo hoy, con la prevención y sustentabilidad en el tiempo y con el bienestar de la gente.

8. La distribución del ingreso es muy desigual. Entre otros, Chile debe acentuar los esfuerzos en mejorar la calidad y alcance del gasto social, llegar con eficiencia a la pobreza dura, eliminar la posibilidad de que un joven inteligente no tenga buena educación porque es hijo de pobre; reforzar el combate a la evasión tributaria y a las filtraciones regresivas que subsisten en el sistema, provee financiamiento y contribuye a la equidad. Cabe reiterar en este punto, la importancia de la coherencia global de las políticas y comprensión de sus interrelaciones. La calidad de las políticas macroeconómicas tiene fuertes implicancias sobre la pobreza y la distribución. La situación en 2003 mantiene el

sesgo regresivo de 1999-2002, por su impacto recesivo sobre la inversión y el empleo productivo.

9. Reforma del Estado, que pasa principalmente por profesionalizar la administración pública, perfeccionar los indicadores de productividad y de buen servicio público y transparencia, haciendo espacio para la participación ciudadana en la identificación de prioridades y deficiencias (en educación, salud, obras públicas, capacitación laboral, etc.) progresivamente, en paralelo con mejoras perceptibles en la calidad del servicio público, elevar las remuneraciones a niveles consistentes con trabajos equivalentes en el sector privado.

10. Repensar en Chile, con la perspectiva de los desafíos para el bicentenario, el 2010. La calidad e intensidad de la reflexión sobre Chile se han debilitado, paradójicamente, junto con el retorno a la democracia; se ha tornado demasiado cortoplacista y concentrada en lo que “financia el mercado”. Se confía mucho en lo que en otras naciones se ha reflexionado; incluso algunos plantean que otro país o mercados externos nos hagan la política económica (por ejemplo, vía la apertura indiscriminada de la cuenta de capitales), sin considerar cuán importantes son las especificidades de cada nación o región; se ha mitificado la globalización como algo inmutable. Sin embargo, la globalización es heterogénea, incompleta y desbalanceada hacia algunas dimensiones de la vida societal. Chile tiene que repensar urgentemente cómo *hace* su globalización para avanzar mejor hacia un crecimiento sostenido con equidad y entonces actuar consecuentemente.

## ANEXO I.A

### ESTIMACIÓN DE FUNCIÓN DE PRODUCCIÓN CON CAPITAL Y TRABAJO

La estimación del PIB potencial de la sección 2 se basa (i) en que el único factor productivo exógeno en la función de producción es el capital, y (ii) en la selección *ex-ante* de los *peaks*, cuando se estima que el PIB está en la función de producción y no “bajo” ella. Ambos supuestos son razonables pues, por una parte, en países como Chile el capital es el factor escaso y, por lo tanto, se transforma en el elemento limitante de la frontera productiva; tanto, el empleo efectivo como la absorción de tecnología tienen una asociación positiva con una inversión vigorosa. Por otra parte, los *peaks* fueron seleccionados mediante la revisión de diversos indicadores que permiten tener un buen grado de certeza sobre la cercanía entre el PIB efectivo y potencial en ellos. No obstante, vale la pena preguntarse cuánto cambian las estimaciones al relajar ambos supuestos, incluyendo el factor trabajo y estimando econométricamente una función de producción.

La estimación de una función de producción no es un tema trivial. Por definición la función de producción representa una relación técnica eficiente entre el nivel de producto y los factores productivos necesarios para producirlo. Por lo tanto, aquellos puntos de poca utilización de los insumos productivos, es decir, de capacidad ociosa o ineficiencia productiva, **no están** en la función de producción.

Para abordar empíricamente esta relación, normalmente se estima la función de producción usando como variable depen-

diente el PIB efectivo y como regresores los factores efectivamente utilizados. El PIB potencial se obtiene, luego, al aplicar los parámetros obtenidos a los factores en su nivel de pleno empleo<sup>1</sup>. El problema es que es muy difícil obtener el nivel de uso efectivo del factor capital y, por otro lado, es difícil establecer cuál es el uso pleno del factor trabajo.

Una aproximación alternativa, más simple e intuitiva, es la estimación de la función de producción con una muestra de observaciones corregida, que excluya los puntos con evidentes ineficiencias (dado que sabemos que los puntos donde el PIB efectivo es inferior al PIB potencial no están en la función de producción). Para ello, en primer lugar, se estima la siguiente ecuación en logaritmos, mediante mínimos cuadrados ordinarios:

$$(I.A.1) \ln(Y_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(K_t) + \alpha_2 \ln(LT_t) + u_t$$

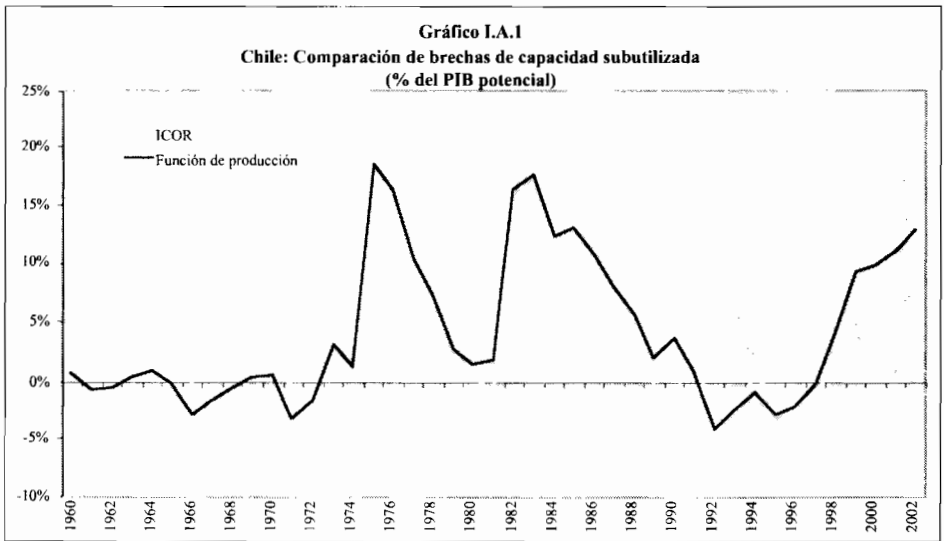
donde  $Y$  es el producto,  $K$  es el stock de capital,  $LT$  es la fuerza de trabajo,  $u$  es el término del error y  $t$  es el tiempo<sup>2</sup>. Luego, es necesario formar una muestra corregida que no contenga las observaciones de años con ineficiencias más significativas. Para aproximarnos a ello excluimos las observaciones en que el término del error es negativo, es decir, donde  $u_t < 0$ . Los años excluidos son 1975-78, 1982-88 y 1999-2002. Este resultado es consistente con los antecedentes de otros estudios empíricos como Coeymans (1999) y Marfán (1992), entre otros.

Con las observaciones restantes, se reestimó (I.A.1) y se utilizaron los parámetros obtenidos más los valores efectivos de  $K$  y  $LT$  (en logaritmos) para proyectar la variable dependiente a través de toda la muestra, obteniendo así la estimación del PIB

1 Contreras y García (2002); Marcel et al (2001); Roldós (1997), entre otros, utilizan este enfoque para el caso chileno.

2 Se utilizó la serie de stock de capital construida por el Ministerio de Hacienda, lo que restringió la muestra a 1960-2002.

potencial. El gráfico I.A.1 compara la brecha resultante con la obtenida en la sección 2. Es clara la similitud a pesar de las diferencias de los supuestos y al hecho que la función de producción calcula el PIB potencial con parámetros fijos, a diferencia del método ICOR, que permite ajustar por cambios en productividad.



Fuente: Cálculos del autor.

La brecha ICOR (Incremental capital output ratio) es la obtenida en la sección 2 y gráfico I.1.

La brecha de la función de producción es la obtenida según se detalla en este anexo.



## **SEGUNDA PARTE**

**EL EXPERIMENTO NEOLIBERAL EN CHILE: 1973-82**





## CAPÍTULO II

### EL EXPERIMENTO NEOLIBERAL: UNA SÍNTESIS CRÍTICA\*

Durante la década del setenta, en el Cono Sur de América Latina se estrenaron modelos económicos que se ubican en el extremo neoliberal del espectro de opciones de estrategias a las cuales los países en desarrollo podían recurrir entonces. El ejemplo de mayor ortodoxia neoliberal lo ofrece el modelo impuesto en Chile en el período que se inicia en 1973 y concluye en 1982<sup>1</sup>.

Por cuatro razones el experimento realizado en Chile reviste gran significación. Primero, Chile se caracterizó por su larga tradición democrática, y el amplio pluralismo prevaleciente en sus instituciones y en el comportamiento de sus ciudadanos. En septiembre de 1973, se estableció un régimen dictatorial a cuyo amparo se desarrolló el modelo neoliberal. Bajo ese régimen, la autoridad económica dispuso de una autonomía excepcional para diseñar, poner en práctica y ajustar su acción. Segundo, se trata del principal caso de aplicación moderna de ortodoxia monetaria, por su pureza, profundidad y extensión de su cobertura. Tercero, su prolongada vigencia (1973-82) ofrece un terreno amplio para la evaluación de sus efectos. Cuarto, el caso fue profusamente publicitado como un éxito, con el apoyo de personeros de ciertos

---

\* Publicado en *Colección Estudios CIEPLAN* 9, diciembre de 1982; y en *World Development*, vol. 11, N° 11, noviembre de 1983. Agradezco los comentarios de Eduardo García, Ricardo Lagos, Joseph Ramos, Jaime Ruiz-Tagle, Roberto Zahler y de investigadores de CIEPLAN, en particular de José Pablo Arellano, René Cortázar, Alejandro Foxley y Patricio Meller.

1 El modelo se ha denominado también ortodoxo o monetarista global. El oficialismo también lo tituló economía social de mercado. Esta denominación la identificó erróneamente con experiencias como la de la República Federal Alemana, las que otorgan un papel protagónico a los aspectos sociales y a su complementación con la dimensión económica; son humanistas a diferencia del economicismo neoliberal.

medios financieros, algunas instituciones internacionales, y círculos que parecían priorizar la libertad económica a cualquier precio, por sobre otras dimensiones de la actividad humana. El experimento, con frecuencia, fue expuesto por esos medios como el camino que debieran seguir otros países en desarrollo. Por lo tanto, conocer las verdaderas características del modelo y los resultados que provocó, reviste una significación que trasciende el caso particular de Chile.

En este capítulo nos concentraremos en la dimensión económica, examinando los rasgos más característicos del modelo (sección 1). Luego se analizan las políticas aplicadas en tres áreas estratégicas para el modelo, como son el programa antiinflacionario, la reforma del sector financiero y la apertura al exterior (sección 2). En seguida se exponen los principales resultados registrados en lo que respecta a la producción nacional, a la distribución del ingreso y patrimonio, y a la conexión con el futuro que involucran los resultados obtenidos, en particular por las consecuencias que se observan en el proceso de ahorro-inversión (sección 3). El capítulo termina con un breve recuento de lecciones, que se derivan de este experimento neoliberal.

Los resultados de nuestra evaluación muestran la incapacidad que exhibe el neoliberalismo en tres áreas estratégicas que le impiden funcionar eficazmente en las economías en desarrollo. Primero, la heterogeneidad de las estructuras productivas, los problemas sectoriales y regionales y las persistentes segmentaciones de los mercados constituyen obstáculos insalvables para la eficacia de políticas económicas globales por sí solas; un segmento creciente, pero minoritario, de elevada productividad, coexistió con numerosas quiebras, deterioro de ingresos y calidad del empleo de la mayoría de la economía. Segundo, la desigualdad inicial imperante entre los agentes económicos, que son lanzados indiscriminadamente a competir entre sí, conduce a que la liberalización y privatización generalizada, y la "neutralidad" impuesta a las políticas, acentúe la concentración del poder económico. Tercero, la presencia de tendencias desestabilizadoras y asimétricas en los procesos de ajuste, en el contexto macroeconómico creado por el monetarismo-ortodoxo, han hecho que éstos resulten notablemente procíclicos, cos-

tosos en lo social y en lo económico. El marco macroeconómico resultante tendió a privilegiar en la práctica las fuerzas especulativas en desmedro de la formación de capital y del desarrollo productivo.

## 1. RASGOS CENTRALES DEL MODELO

En América Latina se han registrado muchos intentos de establecer políticas económicas que conceden al mercado un papel mayor que el que habían tenido precedentemente<sup>2</sup>. Ello, sin embargo, puede involucrar intensidades muy diversas del ámbito de acción del mercado, del papel del Estado, de formas de propiedad de los medios de producción y de participación de las distintas fuerzas sociales en las decisiones centrales y en la distribución de los frutos del desarrollo.

Es indiscutible que en 1973 prevalecían en Chile sustanciales desequilibrios macroeconómicos que era indispensable corregir. Asimismo, la economía estaba sobreintervenida, con excesivos controles microeconómicos sobre empresas privadas y públicas. Ilustrativas al respecto resultan las autocríticas planteadas a través de 1972-73 por diversos personeros de la Unidad Popular, la coalición gobernante con el Presidente Allende (Bitar, 1979, cap. V).

La magnitud de los desequilibrios y la inorganicidad del intervencionismo público facilitó que el enfoque neoliberal se abriese camino después de septiembre de 1973. Así, en Chile, a diferencia de otras experiencias autoritarias en América Latina, se impuso una versión extrema del monetarismo (véase Foxley, 1982, cap. 2). El modelo bajo estudio constituyó un caso extremo por la amplitud del papel asignado al mercado, por la privatización profunda de los medios de producción y por el cambio impuesto sobre la organización social del país. Diversos canales de participación y desarrollo social, surgidos en el continuo proceso de democratización registrado en Chile en los decenios preceden-

---

<sup>2</sup> Las experiencias de Chile en 1952-70 se examinan en Ffrench-Davis (1973). Una comparación con las reformas posteriores en América Latina se desarrolla en Ffrench-Davis (1999).

tes, fueron suprimidos, controlados o desarticulados después de 1973.

Con la aplicación del modelo se registraron cambios sustanciales en el papel desempeñado por el sector público en la actividad económica. Se postuló su retiro generalizado, paulatino o abrupto, del amplio campo que cubría. Ello abarcó la propiedad pública<sup>3</sup>, el papel en el desarrollo y la orientación de las políticas económicas indirectas, respecto de las cuales se planteó que debían ser absolutamente “neutrales”<sup>4</sup>. La concepción de Estado subsidiario se aplicó con una delimitación notablemente estrecha y presupuestando que el mercado podría asumir numerosas funciones que de hecho no pudo cumplir satisfactoriamente.

Para llevar adelante las transformaciones estructurales de la acción pública no se esperó a tener resueltos los graves desequilibrios y distorsiones coyunturales que enfrentaba la economía chilena. Se juzgó, entonces, que una demora en iniciarlas podría involucrar perder la oportunidad propicia que ofrecía el marco político autoritario y el ambiente antiintervencionista prevaleciente en ese momento entre extensos sectores sociales traumatizados, entre otros, por los graves problemas de abastecimiento y burocratismo en el período previo al golpe. Por otra parte, los partidarios del modelo sustentaban que el subdesarrollo vigente habría sido resultado de políticas estatizantes e intervencionistas aplicadas tanto en el régimen del Presidente Allende como en los cuarenta años precedentes, cruzando por gobiernos que cubrieron todo el espectro político nacional<sup>5</sup>.

---

3 No obstante la intensidad de la privatización en 1982, la propiedad pública aún era más importante en Chile que en varios países latinoamericanos. La norma, sin embargo, fue la pasividad que se le imprimió a las empresas públicas. El caso de la empresa estatal del cobre, que se expone más adelante, es ilustrativo al respecto.

4 Los perfiles más extremos del modelo no se observaron en su totalidad al inicio. El equipo económico fue conformándose y consolidando su hegemonía entre 1973 y 1975, e imponiendo paralelamente su ortodoxia.

5 Véanse al respecto citas de diversos personeros oficiales en DIPRES (1978) y en Moulián y Vergara (1979).

Las principales transformaciones económicas se localizaron en los campos fiscal, financiero, laboral, relaciones económicas con el exterior, y propiedad pública de los medios de producción; más adelante se realizó también una profunda reforma previsional. En todas estas áreas, el campo de acción económica del sector público se restringió de manera persistente a través del período bajo estudio (Vergara, 1981).

La política fiscal comprendió una reforma tributaria y una reestructuración y reducción de la mayor parte del gasto público. La reforma tributaria incluyó la eliminación del impuesto al patrimonio y a las ganancias de capital y la reducción del gravamen a la renta de las empresas. En cambio, se completó el establecimiento del impuesto al valor agregado, y se suprimieron en general las franquicias vigentes para bienes de consumo básico. La línea de los cambios era reducir la carga tributaria, concentrándola en impuestos de carácter "neutro", pues cualquier diferenciación era considerada distorsionadora de la asignación de recursos (DIPRES, 1978).

El gasto público registrado, como proporción del Producto Interno Bruto (PIB), se redujo más de un cuarto respecto de los niveles que había alcanzado hacia fines de los años sesenta<sup>6</sup>, luego de pasar por niveles de gastos y déficit anormalmente altos en 1972-73. La inversión gubernamental decreció en forma espectacular, disminuyendo en más de la mitad como porcentaje del PIB entre 1970 y 1979. También se redujo el gasto público en los sectores productivos, en actividades de apoyo al sector privado, de aportes a empresas públicas y de obras de infraestructura. El gasto social —principalmente en educación, salud, seguridad social

---

6 Había graves problemas de comparabilidad de las cifras sobre gasto público. La cifra oficial de gasto social lo sobrestimaba, en comparación con 1970, debido a sesgos de la definición usada y a un deflactor erróneo. Cifras homogeneizadas y un análisis para el período 1969-79 se presentan en Marshall (1981). Las cifras de este capítulo provienen de ese trabajo. Un exhaustivo estudio sobre el impacto distributivo de los ingresos y gastos públicos hacia fines de los años sesenta se desarrolla en Foxley, Aninat y Arellano (1980).

y vivienda— aumentó su participación en el gasto público. Ello fue proclamado, en forma reiterada, como un indicador del carácter social del modelo. No obstante, lo efectivo es que el gasto real por habitante se redujo y también disminuyó como proporción del PIB. Como se demuestra más adelante, la mencionada baja del gasto social público por habitante se registró en un contexto de notable aumento del desempleo y de deterioro de los ingresos reales de los sectores medios y bajos. En consecuencia, el marco socioeconómico requería, por el contrario, un incremento compensador del gasto.

En el ámbito financiero, la mayoría de los bancos estatizados en el régimen anterior se privatizaron en 1975. Las tasas de interés se liberaron totalmente, se eliminaron regulaciones respecto de los plazos de operación y del destino de los créditos, y se autorizó el establecimiento de nuevas entidades financieras sujetas a escasas limitaciones. Por último, se redujeron gradualmente las restricciones sobre los movimientos de capitales con el exterior.

En lo que se refiere al comercio internacional, se eliminaron prácticamente la totalidad de las restricciones distintas a las arancelarias, y los aranceles se redujeron rápidamente desde los altos niveles imperantes en 1973 (una tasa media simple de 94%) hasta un arancel uniforme de 10% para todo tipo de bienes, vigente desde 1979. Asimismo, en virtud del proceso de liberalización del intercambio, se suprimieron los mecanismos, tales como las bandas de precios, dirigidos a atenuar la transmisión de la inestabilidad externa hacia la economía nacional. Con el objetivo de abrirse indiscriminadamente frente al exterior, Chile se retiró en 1976 del Pacto Andino.

En cuanto a la privatización de los medios de producción, el proceso no se limitó a traspasar empresas tomadas, requisadas o expropiadas durante el régimen del Presidente Allende. Se extendió, además, a empresas creadas en los sucesivos gobiernos que rigieron los destinos de Chile a partir de la creación de la Corporación de Fomento (CORFO) en 1939. En 1970 la CORFO controlaba la propiedad de 46 empresas, número que se elevó a

cerca de 300 en 1973<sup>7</sup>. En 1980 permanecían en poder de esa institución sólo 24 empresas, la mitad de las cuales estaba en proceso de licitación. Además había alrededor de una decena de empresas públicas que dependían de otras reparticiones gubernamentales. Entre ellas se contaban la Corporación del Cobre (CODELCO) y la Empresa Nacional de Petróleo (ENAP).

La venta de empresas se efectuó, en una parte importante, en períodos de recesión y tasas de interés muy elevadas en el mercado interno. A consecuencia de ello, escasos grupos tuvieron la posibilidad de acceder a su compra. Este hecho constituyó una de las causas de la aguda concentración de la propiedad registrada en esos años<sup>8</sup>. En ese proceso fue notoria la escasa participación directa de empresas transnacionales, en contraste con las expectativas oficiales de un vigoroso flujo de inversión extranjera directa. Sin embargo, un masivo incremento de créditos externos proveyó una fracción sustancial del financiamiento requerido por grupos económicos nacionales para adquirir las empresas que se privatizaban.

En el sector agrícola, la transferencia de propiedad tuvo un significado dramático. La reforma agraria desarrollada durante los gobiernos de los presidentes Frei y Allende tuvo un final abrupto. Después de 1973, alrededor de 30% de las tierras que habían sido expropiadas fue devuelto a sus anteriores propietarios, y entre un quinto y un tercio se remató entre no campesinos. Apenas un tercio de la superficie fue asignada a campesinos. Dada la disminución en una de las funciones que ejercía con anterioridad el Estado, consistente en el apoyo crediticio y técnico a campesinos y cooperativas, éstos fueron una de las víctimas de la reestructuración del gasto público; se estima que ya en 1979 cerca de la mitad de los campesinos asignados se habían visto obli-

7 No incluye las empresas intervenidas; éstas eran alrededor de 220 en 1973. Véase Vergara (1981). Bitar (1979, cap. X) examina el programa de constitución del Área de Propiedad Social, las desviaciones que experimentó y los problemas que esto involucró.

8 Adicionalmente, la transferencia se efectuó a precios inferiores a los valores normales de mercado. Véanse Dahse (1979); Foxley (1982); Marcel (1989).

gados a vender o dar en arrendamiento sus predios<sup>9</sup>. Paralelamente, hubo una expulsión masiva de campesinos de los predios en que residían antes y durante la Reforma Agraria.

La jibarización del aporte estatal en la vida económica se extendió a otras áreas también. En forma muy sucinta, y lejos de ser exhaustivo, se pueden mencionar la red de infraestructura agrícola (tales como frigoríficos, centrales proveedoras de semillas e insumos, poderes compradores, asistencia técnica a medianos y pequeños agricultores) y la red de infraestructura minera (plantas de procesamiento de minerales).

En 1980 se dio otro paso trascendental, con la privatización del sistema previsional. El régimen de pensiones, financiado hasta entonces mediante un sistema de reparto, fue reemplazado por uno de capitalización individual en financieras previsionales privadas creadas por el nuevo sistema<sup>10</sup>. Las pensiones vigentes y las de los trabajadores que les faltaban menos de cinco años para jubilar siguieron siendo de responsabilidad del sector público. El resto de los trabajadores pudieron optar entre permanecer en el sistema antiguo o trasladarse a una Administradora de Fondos de Pensiones (AFP). Por el mero hecho de trasladarse, el Gobierno estableció (y en la práctica financió) un alza automática del salario líquido de 11%. La elección entre las distintas AFP la debiera efectuar el trabajador evaluando la rentabilidad que estima que le ofrece cada una durante el tiempo que media hasta su jubilación. La rentabilidad es función de las comisiones que libremente puede definir y modificar de hecho periódicamente cada AFP y la utilidad o interés que ésta obtenga de sus inversiones de los fondos previsionales.

---

9 Un factor financiero que contribuyó a forzar la venta o arriendo por parte de los campesinos asignados fue el alto costo del crédito en el mercado interno de capitales y la ausencia de relaciones previas de los campesinos con la banca comercial. Parece haberse supuesto que competirían en condiciones de igualdad con el resto de los usuarios. Respecto de la situación agrícola y campesina véase Crispi (1982); Foxley (1982); Ortega (1987).

10 Las características que poseía el sistema de reparto, las nuevas disposiciones y un examen comparativo con otras opciones se desarrollan en Arellano (1985) y Uthoff (2001).



Hay una actividad de la mayor significación que se salvó de la privatización a ultranza, que es la gran minería del cobre. CODELCO soportó fuertes embates del equipo económico, pero logró sortearlos con éxito. No obstante, sufrió restricciones presupuestarias impuestas por el Ministerio de Hacienda, a pesar de las sustanciales utilidades que ha aportado al Fisco. Sólo pudo efectuar inversiones que le posibilitaron mantener el nivel de producción alcanzado en 1977. Dentro de las contradicciones a que condujo el dogma privatizador, el Gobierno privilegió, infructuosamente, el desarrollo de otros yacimientos de cobre por parte de empresas extranjeras. Paradójicamente, estos yacimientos, a pesar de ser ricos en el contexto mundial, lo eran menos que los que explotaba CODELCO, la que se vio sistemáticamente frenada en su expansión<sup>11</sup>.

Ilustrativo de la fuerza del antiestatismo fue que en medio de la profunda crisis de 1982 se persistió en la venta de empresas públicas. El Gobierno constituyó una Comisión de Venta de Activos como parte del 'programa de reactivación'.

Paralelo a las reformas en el terreno más propiamente económico, se impusieron cambios también estructurales en la organización social. Ellos se insertaban, en el discurso oficial económico, dentro de la línea de crear "una sociedad competitiva de hombres libres". Ello involucró cambios del sistema universitario, de la organización y dependencia de escuelas básicas, de las prestaciones de salud, de los colegios profesionales, de las organizaciones estudiantiles y sindicales<sup>12</sup>. Lo último, sin duda, fue instrumental para imponer la política salarial que involucró que los salarios reales en 1981 fuesen inferiores, en promedio, a los niveles alcanzados en 1970 y 1971.

---

11 Véase Vignolo (1982). La principal inversión extranjera, realizada por la Exxon, mediante la compra de un yacimiento en explotación, se examina en Tironi y Barriá (1978). Véase también Bande y Ffrench-Davis (1989).

12 Véase Brunner (1981); Campero y Valenzuela (1981); Moulián y Vergara (1980); Vergara (1981) y diversos artículos en *Revista Mensaje*, en particular, Ruiz-Tagle (1979; 1980; 1981) y Zañartu (1980).

## 2. EL NEOLIBERALISMO EN TRES ÁREAS ESTRATÉGICAS

Uno de los rasgos distintivos del neoliberalismo es su globalismo; su desconocimiento de los problemas de carácter sectorial, de la heterogeneidad de las estructuras productivas y del acceso al poder de diferentes sectores, de la significación de las segmentaciones de los mercados, y de la dificultad para transmitir información hacia los agentes económicos de manera que éstos contribuyan a la concreción de los objetivos de las reformas. En fin, subestima la presencia frecuente de procesos de ajuste desestabilizadores y de rezagos y sobreajustes (*overshooting*). La existencia de estos elementos constituyen obstáculos insalvables para que políticas económicas globales «neutras» o indirectas resulten, por sí solas, eficaces en las naciones en desarrollo o en proceso de transformación.

En esta sección se examinan tres expresiones de políticas «neutras», a las cuales el gobierno les asignó un papel estelar. Y de hecho lo tuvieron, pero con resultados distintos a los previstos. Primero se examinan la política antiinflacionaria y el monetarismo extremo de economía cerrada, que se aplicó hasta 1976, y luego el monetarismo extremo de economía abierta, que se implantó entre 1979 y 1982. En seguida se analiza la reforma financiera iniciada en 1975. Por último, se estudia sucintamente el proceso de apertura al exterior, comercial y financiera.

### a) La política antiinflacionaria<sup>13</sup>

El control de la cantidad de dinero constituyó, hasta 1976, el instrumento de la política monetaria en que descansó la acción antiinflacionaria. En los doce meses precedentes a septiembre de 1973 la inflación había alcanzado a 400% anual, y en los meses de mayo a agosto de ese año promedió 19% mensual (un 700% anualizado)<sup>14</sup>. El déficit fiscal era del orden de 12% del

---

13 El tema se examina con mayor profundidad en Corbo (1985); Ramos (1975; 1986); Foxley (1982).

14 Todas las cifras de inflación usadas aquí se refieren al índice de precios al consumidor corregido en Cortázar y Marshall (1980). El índice oficial subestimó en forma significativa el alza efectiva de los precios, principalmente en 1973 y en 1976-78.

PIB, fuertemente influenciado por el control de precios a que estaban sometidas las ventas de bienes y servicios de las empresas públicas (Larraín, 1991).

El control de precios, que se extendía a amplias áreas del sector privado, involucraba una fuerte represión de las presiones inflacionarias y un extenso mercado negro (Bitar, 1979). Pocos días después del golpe se efectuó una liberalización de la mayoría de los precios controlados, en un marco que por cierto era de gran incertidumbre. La consecuencia, que era previsible, fue un espectacular incremento de la inflación, la que se elevó a 88% en el mes de octubre, alcanzando 590% en el curso del primer año de aplicación del modelo. Es indudable que hubo un sobreajuste de los precios de mercado, que excedió con creces las presiones inflacionarias reprimidas anteriormente. A medida que la situación fiscal iba siendo controlada, la política monetaria pudo tornarse efectivamente restrictiva en el curso de 1974. La hipótesis oficial era que los nuevos fijadores de precios —los empresarios privados— deberían tomar en consideración el comportamiento de la oferta monetaria para los efectos de definir el nivel de los precios de sus productos. Se sostenía que por propia conveniencia restringirían sus alzas de precios para poder mantener sus ventas en el mercado. Y ello lo harían prestamente, a medida que observaran la reducción del ritmo de expansión de la oferta monetaria.

El hecho concreto es que la información sobre oferta de dinero estaba disponible al público con algunos meses de atraso, y con diversos indicadores contradictorios, y que los precios, dada la elevada inflación, se reajustaban con frecuencia, incluso más de una vez al mes. En esas circunstancias, el principal punto de referencia para cada agente económico resultó ser el comportamiento del conjunto de los empresarios, medida a través de la variación del índice oficial de precios al consumidor. Esto era dado a conocer en los primeros días de cada mes respecto del período precedente. La consecuencia fue que tasas de inflación superiores al 300% anual persistieron hasta avanzado el tercer año de vigencia del modelo, a pesar de la restricción monetaria

y un presupuesto fiscal ya equilibrado en 1975, y de una enorme brecha entre PIB potencial y efectivo (20% en el bienio 1975-76).

La restricción monetaria, antes que influir sobre los precios, operó con mayor fuerza sobre el nivel de actividad económica: durante 1975 la producción industrial cayó 28%, el PIB decreció 17%<sup>15</sup> y el desempleo abierto (con PEM incluido) se empinó a 20%<sup>16</sup>. El "precio" que sí se ajustó velozmente hacia abajo fue el de los salarios: hacia 1975 habían perdido cerca de 40% de su poder adquisitivo, en respuesta a la modificación de las normas de reajuste legal y uso de un IPC subestimado y a la represión drástica de la actividad sindical.

La receta monetarista para controlar la inflación no funcionó de la manera prevista por los propugnadores del modelo. En cambio, sí multiplicó los efectos propios de la recesión internacional e involucró un notable costo, tanto social como en términos de actividad económica (véanse Foxley, 1982; Ramos, 1986).

Recién a mediados de 1976 el equipo económico reconoció implícitamente que el control monetario resultaba incapaz por sí solo de frenar la inflación. Entonces se incorporó una segunda variable a la política antiinflacionaria, consistente en la regulación del tipo de cambio condicionada a ese objetivo. Así se inició un largo proceso en que se utilizó el tipo de cambio para desacelerar la inflación: reduciendo el costo de los bienes importados y procurando influenciar las expectativas de inflación. En junio de 1976 y en marzo de 1977 se efectuaron revaluaciones

---

15 En el curso de 1975 surgió un serio problema de balanza de pagos, asociado a una baja aguda de los términos de intercambio, que el gobierno enfrentó con una acentuación de la restricción monetaria y del gasto fiscal y una fuerte devaluación cambiaria. Los efectos del deterioro de los términos de intercambio, debido a la política adoptada, se multiplicaron aproximadamente por tres en la economía interna. El impacto del deterioro de los términos del intercambio registrado en 1975 debe adicionarse a la cifra del texto de caída del PIB para obtener la disminución del ingreso disponible.

16 Las graves limitaciones de las cifras oficiales sobre el nivel de empleo y una serie corregida para el período 1970-85 se exponen en Jadresic (1986).

cambiarias que fueron acompañadas de una sistemática campaña de los medios de comunicación<sup>17</sup>. La medida surtió un efecto apreciable, pues rápidamente la inflación se redujo a menos de 100% anual luego de la primera revaluación, y por debajo de 60% con la segunda<sup>18</sup>. Fue un tardío aprendizaje, con un ingente costo social y productivo para Chile, de que la inflación no estaba siendo generada por un exceso de demanda y de expansión monetaria. El tardío aprendizaje fue, también, incompleto, pues se recurrió a un solo instrumento adicional de regulación. Ello involucró condicionar el tipo de cambio, en exceso, a la política antiinflacionaria, sacrificando así objetivos de equilibrio del sector externo y de producción de transables.

La política antiinflacionaria culminó en 1979 con la congelación de la tasa cambiaria, de nuevo apoyada con todo el peso de la publicidad de la gran mayoría de los medios de comunicación. La nueva versión oficial fue que, ante un tipo de cambio congelado, en una economía con libre importación, como ya era la chilena, los precios internos no podrían subir más rápidamente que la inflación internacional. A estas alturas se había adoptado, por consiguiente, a fardo cerrado, el enfoque monetario de la balanza de pagos, entonces de moda en medios académicos y financieros ortodoxos. En concordancia con la característica de adherir a planteamientos extremos, las autoridades se trasladaron del enfoque monetario de economía cerrada, la verdad oficial hasta 1976, al de economía abierta. En el primero, la inflación interna se suponía resultado exclusivo de la expansión monetaria. En el segundo caso, la inflación interna se suponía que respondía a las variaciones de precios internacionales más la del tipo de cambio; congelado éste, rápidamente debía producirse la igualación entre la inflación interna y la externa.

---

17 Luego de las publicitadas revaluaciones se aplicaron minidevaluaciones diarias. La política cambiaria se analiza en detalle en el capítulo IV.

18 En ese período también se acentuó el porcentaje de subestimación, mes tras mes, de la inflación real por parte del índice oficial de precios al consumidor. No obstante, aun el IPC corregido muestra una baja, que es la señalada en el texto.

En el momento de la congelación del tipo de cambio (junio de 1979), la inflación interna era algo superior a 30%, en tanto que la externa se situaba alrededor del 12%. La convergencia entre ambas tasas de inflación se produjo, pero gradualmente; durante año y medio la inflación interna superó fuertemente a la internacional, con lo cual el tipo de cambio perdió poder adquisitivo. Así, la vigencia del régimen de libre importación involucró una inundación de los mercados internos y un desequilibrio insostenible de la cuenta corriente de la balanza de pagos durante 1981. Para resolver el déficit externo, se confió en que operase un mecanismo de ajuste automático al estilo del patrón oro vigente con anterioridad a la crisis mundial de 1929: supuso que el tipo de cambio real se reajustaría automáticamente gracias a la contracción de la liquidez monetaria, asociada a la pérdida de reservas internacionales que estaba experimentando el Banco Central desde fines de 1981. Esa contracción debía provocar una reducción drástica de los precios y de los salarios nominales, lo que no ocurrió (Arellano y Cortázar, 1982). Adicionalmente, un detalle aparentemente no considerado, fue el hecho de que el atraso cambiario acumulado entre 1979 y 1981 fuese cercano al 30% (además del efecto rezagado de la liberalización de las importaciones, como se analiza en el capítulo III). El ajuste requerido operó tardíamente y sólo en una pequeña proporción, a través del ajuste automático de los precios, al lograrse tasas negativas de inflación en algunos meses de 1982. Pero paralelamente se registró un espectacular deterioro de las ventas, producción y empleo notablemente más intenso que la recesión experimentada en 1981-82 por otras economías latinoamericanas- y un estrangulamiento progresivo de las empresas por la vía de un endeudamiento creciente a tasas de interés reales extraordinariamente altas. A esto retornaremos en seguida.

A pesar de las numerosas e intensas restricciones que pesaban sobre la actividad sindical y de que los salarios reales aún permanecían a niveles medios inferiores a los de 1970, los conductores del modelo le imputaron a las remuneraciones la responsabilidad por la inhabilidad del ajuste automático para operar en forma fluida y

rápida<sup>19</sup>. A mediados de 1982 pretendieron decretar una rebaja general de remuneraciones, topándose con la imposibilidad de imponer esa medida. Entonces se optó por la devaluación cambiaria, en medio de una inflación reprimida a niveles inferiores a los de las naciones industrializadas<sup>20</sup>, pero con perturbaciones insostenibles en el aparato productivo y financiero: entre junio y octubre de 1982 el tipo de cambio se devaluó más de 70%, en medio de una crisis generalizada.

### **b) Reforma del sistema financiero<sup>21</sup>**

En 1973, los bancos comerciales estaban mayoritariamente en poder del Estado como resultado de la estatización de la banca impulsada por el gobierno anterior. Durante 1975 la mayoría de los bancos fueron licitados, volviendo al área privada. El principal banco comercial —el Banco del Estado, constituido en 1953— se mantuvo en poder público, pero su participación en el mercado se redujo desde cerca de 50% a inicios del decenio a 14% de los préstamos vigentes en 1981. Con anterioridad —en 1974— se autorizó la creación de sociedades financieras privadas que podían captar y prestar recursos, determinando libremente la tasa de interés. En cambio, los bancos siguieron sujetos a un interés máximo legal hasta abril de 1975. Esta y otras discriminaciones en contra de los bancos, mientras permanecían en poder estatal, favorecieron durante ese período el auge de las nuevas sociedades financieras. Una discriminación con igual signo y enorme impacto tuvo lugar

---

19 Los salarios tenían un piso dado por el IPC del período anterior. Varios autores asignan a esta reajustabilidad la causa del costoso ajuste recesivo. No obstante, no se conocen casos de deflaciones masivas producidas por restricción de la liquidez que operen fluidamente, con la intensidad requerida y sin graves problemas para los deudores y la actividad económica. La inflexibilidad a la baja de muchos precios y salarios nominales sigue siendo una realidad a través del mundo, al margen de las normas legales sobre reajustabilidad. Un ejemplo reciente es el de Argentina en 1995 y desde 1998.

20 Es importante señalar que la inflación externa que enfrentó la economía chilena fue negativa, en virtud de la apreciación del dólar estadounidense frente a las monedas de los restantes países industrializados. Entre mayo de 1981 y junio de 1982 la inflación externa en 12 meses alcanzó una media de -2%.

21 El tema se examina con detalle en el capítulo V; y Arellano (1983).

contra el sistema cooperativo de ahorro y préstamo para la adquisición de viviendas (SINAP). Esta discriminación en su contra involucró que los fondos captados por el SINAP decreciesen desde 28% del total de activos financieros en 1973, a 7% en 1977.

Además de liberar la tasa de interés, en 1975 se eliminaron las normas sobre el control cuantitativo del crédito en moneda nacional y la selectividad del encaje o reservas bancarias, las que se orientaban, principalmente, a canalizar fondos preferentemente hacia la producción en vez del consumo; también se eliminaron las restricciones respecto de plazos de las operaciones bancarias (salvo un mínimo general de 30 días). Luego, se uniformaron gradualmente tanto las operaciones permitidas como sus condiciones para las distintas instituciones financieras. Dentro de esta tendencia a la uniformación del tratamiento se incluyó a la banca extranjera (véase el cap. V).

El equipo económico esperaba que la liberalización del mercado financiero interno, acompañada de la gradual apertura financiera al exterior, llevase a un incremento del ahorro nacional y de la calidad de la inversión, al suprimirse los subsidios existentes anteriormente y al quedar todos los usuarios del crédito sometidos a normas uniformes. La realidad resultó ser espectacularmente distinta, y sitúa a la reforma financiera y al manejo oficial del sector externo en el corazón de la crisis económica que emergió a la superficie en 1982.

Las dos características más notorias del funcionamiento del mercado interno de capitales fueron los plazos y las tasas de interés que prevalecieron a través de los siete años comprendidos entre 1975 y 1982. El plazo más frecuente de los depósitos y colocaciones fue el de 30 días, con una merma ostensible de los fondos a plazos largos. La tasa media de interés real (descontada la inflación) fue del orden del 38% anual en el periodo 1975-82, abarcando un rango comprendido entre 12% y 120% (véase el cuadro V.5 del cap. V). Esto es, las tasas de interés reales en el mercado interno, aparte de un promedio notablemente elevado, exhibieron una gran variabilidad a través del tiempo.



Los créditos disponibles a plazos extensos y a tasas de interés similares a las internacionales fueron, fundamentalmente, los correspondientes a préstamos externos. A estos tuvieron acceso principalmente las empresas conectadas a los bancos comerciales y a los grupos económicos que se desarrollaron vertiginosamente durante el período bajo estudio (véase Dahse, 1979). La notable segmentación del mercado a que ello dio lugar fue reconocida parcialmente recién luego de la emergencia de la crisis. En 1982 salió a la luz pública que, por ejemplo, el principal banco del más grande de los grupos económicos tenía el 42% de sus colocaciones totales (las financiadas con fondos internos y externos) en empresas relacionadas con sus directores o dueños.

Reiteradamente, a través de los siete años de vigencia de la reforma financiera, los propugnadores del modelo predijeron disminuciones de las tasas de interés reales. Exclusivamente, durante 1980, se produjo una baja significativa del costo financiero real que se prolongó por nueve meses. Ella estuvo asociada, por una parte, a la congelación del tipo de cambio durante todo el año, y a una tasa media de inflación interna aun superior a 30% anual. A consecuencia de ello, el costo real del crédito externo resultó negativo (-8%) para los deudores nacionales. Por otra parte, el volumen del financiamiento externo aumentó aceleradamente. De esta manera, el crédito externo llegó a representar 40% del financiamiento interno y externo total. Su alto volumen y su costo real negativo, a pesar de la persistente segmentación del mercado interno y externo, arrastró hacia abajo el costo del crédito de origen interno, a tasas del orden del 12%; esto es 20 puntos más que la tasa que enfrentaron las grandes empresas y bancos que lograron acceso a fondos provenientes de la banca comercial internacional.

La política oficial, a través de los siete años, esperó que el mercado libre condujese hacia la igualación de las tasas de interés internas y externas, a un mercado financiero integrado, y a un funcionamiento que estimulara la inversión y su eficiencia. La realidad fue muy distinta: i) prevalecieron incluso en 1980-81 brechas entre tasas internas y externas superiores a 20 puntos anuales; ii) en el

mercado interno, la brecha (MIF) entre tasas activas (préstamos) y pasivas (depósitos) fue del orden de 15 puntos; iii) las tasas nominales y reales fueron muy inestables, así como las brechas mencionadas en los dos literales anteriores; iv) se expandió el crédito al consumo, predominantemente de bienes prescindibles importados; v) el alto costo del crédito, su inestabilidad y el breve plazo de las operaciones (principalmente 30 días) desalentaron la inversión productiva: ¿qué inversiones no especulativas podían solventar tasas reales de interés con promedios anuales de 38%?

En definitiva, la tasa de formación de capital (inversión interna bruta fija como proporción del PIB) fue durante la vigencia del modelo ortodoxo menor que las cifras históricas, y el ahorro tuvo un comportamiento aun más deficiente. Retornaremos al tema en la sección 3.

### **c) Apertura indiscriminada al exterior<sup>22</sup>**

La liberalización de las importaciones suprimió toda selectividad en la política comercial. El elemento central de la reforma estuvo constituido por la rápida reducción de la protección (entonces evidentemente excesiva) con que contaban los sustitutos de importaciones en septiembre de 1973. Como se expone en el capítulo III, la meta del proceso de liberalización experimentó cambios significativos durante el curso de su aplicación. En 1974, se indicó que en 1977 ningún arancel sería superior a 60%. Luego, en 1975, se definió que el rango arancelario estaría comprendido entre 10 y 35% y que se alcanzaría, mediante sucesivos ajustes, el primer semestre de 1978. Sin embargo, las rebajas finales se anticiparon, culminando ese proceso en agosto de 1977. Tres meses después, por último, se anunció un programa de ajustes mensuales, en virtud del cual, desde junio de 1979 rigió el arancel uniforme de 10%.

Reiteradamente se señaló que el tipo de cambio real subiría a medida que se redujera la protección arancelaria efectiva. Sin

---

<sup>22</sup> Un completo análisis de la apertura comercial en el período bajo estudio se encuentra en el capítulo III.

embargo, como se expuso recién, al poco tiempo el tipo de cambio se empezó a usar para reducir expectativas inflacionarias, tal como en otras experiencias de la región que también recibían abundantes créditos externos. El resultado fue que fases avanzadas de la liberalización arancelaria fueron acompañadas de intensas revaluaciones cambiarias, acentuando los efectos desustituidores y contribuyendo a un creciente déficit en cuenta corriente. En la práctica, la presencia de voluminosos movimientos de capitales, permitió o estimuló desviaciones significativas respecto de la supuesta compensación entre rebajas arancelarias y tipo de cambio.

Las importaciones totales, medidas en valores de poder adquisitivo constante, se expandieron en montos significativos en relación con el nivel de actividad económica interna. La influencia de la política de liberalización se observó principalmente en la categoría de bienes de consumo, en particular de los no alimenticios, donde se concentró la mayoría de las nuevas importaciones (véase el capítulo III).

Las exportaciones no tradicionales mostraron un notorio crecimiento y diversificación según productos y mercados de destino. Su participación en el PIB se elevó cerca de 4 puntos entre 1970 y 1980. Ello permitió que las exportaciones totales se acercaran a 20% del PIB en este año. No obstante, se observó un notorio quiebre de la tendencia expansiva hacia fines del período. Adicionalmente, las exportaciones que siguieron expandiéndose después de 1976 correspondieron predominantemente a rubros intensivos en recursos naturales (Ffrench-Davis, 1979b; 1983c).

Así como la sustitución de importaciones comprende una etapa fácil, también hay una etapa fácil inicial en la promoción de exportaciones de las economías semiindustrializadas. La expansión de las exportaciones no tradicionales de los años setenta se ubica, en general, en esta etapa. En efecto, se apoyó en recursos naturales ricos y en capacidades instaladas inicialmente subutilizadas. La subutilización característica de procesos de sustitución de importaciones protegidas en forma excesiva y el gran atraso de los tipos de cambio oficiales en 1971-73, luego se vio

acentuada por la gran depresión de la demanda interna registrada en 1975-76 y su lenta recuperación en cinco años. La situación descrita permitió expandir inicialmente las exportaciones sin inversiones significativas. Para la materialización de las mayores exportaciones confluyeron cuatro factores adicionales: primero, se aplicó una política cambiaria de minidevaluaciones que, no obstante movimientos contradictorios desde 1976, en combinación con la reducción fuerte del costo de la mano de obra, apoyó las exportaciones no tradicionales; segundo, la presencia de Chile en el Pacto Andino hasta 1976 brindó un mercado ampliado para más de un tercio del aumento de las exportaciones nuevas. Tercero, la reducción de los costos de los insumos importados para los exportadores que no gozaban antes de exenciones arancelarias. Por último, en combinación con los factores mencionados, la posición privilegiada otorgada a la promoción de exportaciones en el discurso oficial contribuyó a fortalecer aceleradamente la, entonces, incipiente mentalidad exportadora de los sectores empresariales<sup>23</sup>.

La brecha entre importaciones y exportaciones se agrandó persistentemente a partir de 1977. Varios factores explican la brecha creciente y el deficiente comportamiento de la producción de bienes transables.

La parte más dolorosa de la liberalización aduanera se efectuó a una gran velocidad y sus efectos negativos fueron reforzados por las revaluaciones cambiarias (véase el cuadro III.2). Acentuando su gravedad, esa política se realizó en el contexto de una demanda interna muy deprimida y un desempleo abierto notoriamente elevado. En consecuencia, el marco macroeconómico fue poco propicio para la identificación de las ventajas comparativas y las correspondientes oportunidades de inversión (véase el cap. III).

---

23 La política oficial incluyó la promoción a través de una institución pública (PROCHILE). Ello involucró una desviación respecto de la ortodoxia, que pretendía basar la promoción de las exportaciones exclusivamente en la liberalización de las importaciones y en el supuesto incremento compensador del tipo de cambio. A medida que el enfoque ortodoxo fue adquiriendo el control de la acción pública, PROCHILE perdió significación rápidamente.

Por último, el desempleo abierto acrecentó la brecha entre las ventajas comparativas de mercado y las sociales. En efecto, la existencia de un alto desempleo y del nivel anormalmente bajo de inversión implicó que la posibilidad de lograr una reasignación efectiva de los recursos fuese escasa; de esta manera, con frecuencia los recursos liberados quedaron desocupados. Por lo tanto, el costo de oportunidad de los recursos liberados por los sectores afectados negativamente por la apertura tendió a ser inferior a su costo de mercado. En consecuencia, la correspondiente desustitución de importaciones fue ineficiente en muchos casos: desplazó a producción nacional que, en condiciones normales, por ejemplo en lo que respecta a tasas de interés y tipo de cambio, habría podido competir con las mercaderías importadas.

Así, el desempleo, precios macroeconómicos desalineados y la depresión de la demanda interna generaron un entorno real sustancialmente distinto al marco teórico en que se apoya la argumentación en favor del libre comercio. La inestabilidad proveniente de los numerosos cambios registrados en la economía chilena, la deprimida demanda interna, las elevadas tasas de interés, la volatilidad cambiaria y la pasividad extrema del sector público hicieron difícil identificar dónde se localizan las posibles ventajas comparativas adquiribles. En consecuencia, la escasa inversión interna resultante se concentró, principalmente, en rubros intensivos en recursos naturales, siendo menos significativa en las actividades intensivas en valor agregado sobre el componente natural y en ventajas comparativas adquiribles.

Indudablemente, el mal desempeño fue agravado por la congelación del tipo de cambio en 1979 y la pronunciada apreciación real que experimentó en los años siguientes (véase el cap. IV). Incluso aquellas exportaciones basadas en recursos naturales más valiosos, como las frutas, fueron afectadas por el deterioro cambiario. La adopción irrestricta del enfoque monetario de la balanza de pagos y la creencia en un ajuste automático resultó perjudicial, incluso, para uno de los éxitos efectivos que podía exhibir la política económica en sus nueve años de aplicación.

En definitiva, el mensaje reasignador de la liberalización comercial fue más claro para los sectores que debieron contraerse que para los susceptibles de expandirse. El crecimiento más acelerado de las importaciones que de las exportaciones se cubrió con crecientes ingresos de capital extranjero.

El gobierno esperaba un vigoroso ingreso de inversiones extranjeras directas (IED), en respuesta al ambiente económico y político que ofrecía y a las normas notablemente favorables establecidas por el nuevo estatuto para la inversión extranjera (Decreto Ley 600 de 1974). De hecho, sin embargo, la IED respondió de manera insatisfactoria para las expectativas del equipo económico. Hubo compromisos de eventual inversión de voluminosos montos pero su concreción resultó lenta (véase Lahera, 1981; Vignolo, 1980). Por otra parte, una proporción apreciable de los ingresos efectivos correspondió a dos rubros que no involucran creación directa de capacidad productiva. Una corresponde al capital aportado por sucursales de entidades bancarias transnacionales y el otro a la compra de activos productivos o paquetes de acciones.

En contraste, el acceso a capital financiero en los mercados internacionales privados constituyó la fuente predominante de financiación del creciente déficit en cuenta corriente. Su principal destinatario fue el sector privado. Como durante buena parte de los años setenta, las tasas de interés reales fueron bajas o negativas en los mercados internacionales de capitales privados y el acceso a los fondos fue expedito, en el equipo económico (promediando -2,3% en 1976-81) y en muchos otros círculos a través del mundo se formó la opinión de que endeudarse era un "buen negocio" y que si los países lo hacían a través del sector privado habría seguridad de que los fondos serían invertidos eficientemente (véase el cap. V).

De nuevo la realidad resultó distinta a lo previsto por los propugnadores del modelo. Una proporción significativa del crédito externo se destinó al consumo. El voluminoso ingreso de fondos, a su vez, contribuyó a promover y hacer viable durante va-

rios años la excesiva liberalización de las importaciones y la apreciación cambiaria. En efecto, de haber sido menor la disponibilidad de crédito externo el gobierno se habría visto obligado a moderar la liberalización arancelaria y/o el atraso cambiario. De hecho la disponibilidad de créditos con que contó Chile fue muy amplia y mayor que la que podía absorber productivamente. Después de un incremento moderado de la deuda en 1977-79, se aceleró en 1980 y creció espectacularmente en 1981, incrementándose cerca de 35% en este último año. A diferencia de otros países que canalizaron los fondos externos hacia la inversión, en Chile, en vez de tener un proceso de “crecimiento económico promovido por la deuda” (como en Brasil), se tuvo un “déficit en cuenta corriente promovido por la deuda”, con un impacto negativo sobre la producción nacional derivado de la inundación del mercado interno por importaciones y del desaliento de las exportaciones. Por último, las condiciones externas cambiaron hacia fines del período: las tasas reales de interés se elevaron abruptamente y el acceso a los fondos externos se tornó progresivamente difícil en 1981-82.

El experimento en esta área culminó a mediados de 1982 con la devaluación abrupta del tipo de cambio, luego de pasar por algunos meses de costoso e ineficiente “ajuste automático” (Arellano y Cortázar, 1982).

### **3. PRODUCCIÓN, DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO E INVERSIÓN**

En esta sección se efectúa un estudio sucinto de los resultados obtenidos en tres ámbitos. En primer lugar, qué aconteció con el PIB y sus principales componentes. Luego, en qué grado la economía estuvo generando nueva capacidad productiva y mayores corrientes de ahorro. Por último, de qué manera se repartieron los frutos y los costos de la aplicación del modelo. Los antecedentes presentados muestran que i) el crecimiento fue predominantemente ficticio; ii) la tasa de formación bruta de capital fue significativamente menor que la histórica; y iii) los limitados beneficios fueron recibidos por una minoría y elevados costos

castigaron a la mayoría, registrándose un grave deterioro de la distribución del ingreso y el patrimonio.

### a) La producción global y su composición

Las cuentas nacionales que miden la evolución del PIB muestran un "crecimiento" elevado entre 1976 y 1981, tanto las cifras oficiales como las corregidas (Marcel y Meller, 1986). Sin embargo, la aplicación del modelo no se inició en 1976 sino en 1973, aun cuando en forma parcial. En segundo lugar, en 1975 se registró una notable recesión de la economía nacional que multiplicó aproximadamente por tres los efectos depresivos de *shocks* llegados desde el mercado internacional. El resultado interno fue una disminución del PIB de 17%. En consecuencia, medir la evolución económica a partir de ese punto depresivo muestra un "crecimiento" que, en la realidad, es simplemente una *recuperación* de los niveles anteriores; mientras que 1976-81 arroja una tasa de aumento por habitante de 4,7% anual, el período 1974-81 da una de 1,4%. Es obvio que mientras mayor hubiese sido la recesión de 1975, más intensa podría haber sido la recuperación. Por consiguiente, cuanto mayor es la pérdida (social y privada) de producción a causa de la recesión más elevado aparecería el "crecimiento" si se omite considerar el período de recesión y se empieza a medir aquél a partir del punto más bajo. Es un error extremadamente burdo, pero frecuente.

Paradójicamente la recesión interna fue útil en varios sentidos para el gobierno. Primero, le permitió mostrar crecimiento del PIB, durante varios años, con amplia difusión en medios de comunicación nacionales y extranjeros. De allí surgió la imagen errónea de que Chile crecía vigorosamente y crecería persistentemente a tasas del orden de 8% por año<sup>24</sup>, al margen de lo que aconteciese en el resto del mundo. Segundo, pudo mostrar que el empleo mejoraba, pero después de que la tasa de desocupación se había elevado desde 6% a 22%, olvidándose del punto de partida. Tercero, al nivel más político, luego de una recesión in-

---

24 Véanse, por ejemplo, las ilustrativas citas recopiladas en Foxley (1980, pp. 5-6).



tensa –en un marco autoritario con un control férreo de los medios de comunicación y la represión de las organizaciones sociales, que permitió la mantención de la política neoliberal–, la recuperación posterior generó una creciente sensación de alivio para empresarios y trabajadores.

El escenario se torna más desfavorable para el modelo cuando se desagrega la composición del PIB. Lamentablemente, para la desagregación que queremos hacer no contamos con cifras revisadas, por lo cual tendremos que recurrir a las oficiales. Ello se realiza en el cuadro II.1. En primer lugar, el endeudamiento externo y su costo se elevaron. Cerca de un quinto del “crecimiento” por habitante contabilizado entre 1974 y 1981 correspondió a pagos de intereses y utilidades al exterior; por lo tanto, la expansión del producto nacional resultó inferior a la del PIB por ese concepto. En segundo lugar, dos sectores de gran “dinamismo” en su aporte al PIB fueron el valor agregado por *la comercialización de productos importados y los servicios financieros*. Esto es, dos sectores ligados a la esencia del modelo, que exhiben una espectacular tasa acumulativa de expansión de 13% anual. El primer sector se expandió en virtud del incremento acelerado de las importaciones de bienes de consumo y otros. Como se expuso, éstos no se financiaron principalmente con mayores exportaciones, sino con un incremento de los créditos externos al sector privado. Esa fuente de dinamismo era insostenible en una economía con un débil sustento productivo real. La segunda fuente de dinamismo estuvo asociada a la reforma financiera y obedeció en proporción significativa a la brecha entre las tasas de interés de depósitos (o captación) y préstamos y a la transferencia en Chile de créditos obtenidos en el exterior. Así, el dinamismo dependía de dos factores anormales y perjudiciales para las actividades productivas y para la inversión.

**Cuadro II.1**  
 Evolución del PIB y su composición, 1975-81  
 (tasas % de variación anual)

	Total		Por habitante	
	1975-80 (1)	1975-81 (2)	1975-80 (3)	1975-81 (4)
1. Producto interno bruto	3,8	4,0	2,3	2,5
2. Producto nacional bruto	3,4	3,5	1,9	2,0
3. Valor agregado				
a) Comercialización de importaciones	15,5	16,2	13,8	14,5
b) Servicios financieros	14,6	14,2	12,9	12,5
4. Producto nacional bruto excluido el valor agregado en 3.	1,9	1,8	0,4	0,3

Fuente: Cálculos basados en cifras oficiales de Cuentas Nacionales, 1960-81, en pesos de 1977. Las cifras revisadas de Marcel y Meller (1986) dan un crecimiento del PIB total de 2,6% anual en 1975-81, con el ajuste localizado en la industria (incluida en la línea 4). No contamos con desagregación de las cifras corregidas como para rehacer con ellas este cuadro.

Es indudable que los dos rubros contienen, por la distorsión que involucran para la economía nacional, una dosis apreciable de artificialidad. Entonces, resulta muy significativo que el resto del valor agregado por habitante, que en 1974 constituía el 91% del producto nacional bruto, haya permanecido virtualmente estancado, como se aprecia en el cuadro II.1<sup>25</sup>. A ello cabe agregar la baja del PIB de 15% en 1982-83, en tanto que América Latina, en su conjunto, sufría una caída de 3,2% en ese bienio.

### b) El nexo con el futuro

La conexión con el futuro económico pasa por el ahorro y la inversión<sup>26</sup>. Los propugnadores del modelo esperaban que éste

<sup>25</sup> La producción de exportaciones creció aceleradamente, como ya se señaló. Por consiguiente, en el resto no exportador (alrededor de un 70% del PIB) resultó una contracción sustancial. Dentro de éste, la industria representaba la principal actividad, siendo muy afectada por la recesión de 1975, la liberalización comercial y la apreciación cambiaria. Véase el cap. III y Marcel y Meller (1986).

<sup>26</sup> Hay muchas otras conexiones con el futuro que aquí no se examinan. Entre ellas cabe mencionar el impacto que el modelo pueda haber tenido sobre la capacidad de absorción y adaptación de tecnología; el grado de creatividad

lograse un incremento sustancial del ahorro, de la inversión y de la eficiencia.

El análisis precedente demuestra que los resultados fueron negativos en el campo productivo. Sin embargo, ello podría ser compatible con un vigoroso proceso de inversión de larga maduración. Desafortunadamente, en cada uno de los años comprendidos entre 1974 y 1980, la tasa de inversión bruta fija fue inferior a la tasa registrada en cada uno de los años sesenta; y, sólo en 1981 alcanzó una tasa comparable a la de ese decenio. En 1974-81 promedió 15,7%, en contraste con 20,2% en los sesenta. Paralelamente, una proporción inferior de esa inversión fue financiada con el ahorro nacional; en 1970 cerca del 90% se cubrió con ahorro nacional, en tanto que en 1978-81 apenas alrededor de la mitad provino de esa fuente. Por otro lado, el fuerte incremento de la desigualdad de esos años se expresó más en una notoria diferenciación de estilos de vida que en mayores niveles de ahorro, como lo atestigua la baja en la tasa de ahorro nacional respecto tanto de 1970 como de 1973.

### **c) Concentración del ingreso y la riqueza**

Aquí haremos un breve recuento de indicadores de ingreso salarial y pensiones, empleo, consumo, mortalidad infantil y propiedad. Otros se abordan en el capítulo IX.

En el cuadro II.2 se aprecia la evolución de algunos indicadores de ingresos de los asalariados activos y pasivos. Todos ellos indican un comportamiento regresivo. Las remuneraciones, en el periodo 1974-81, promediaron apenas tres cuartos del nivel logrado en 1970. Luego de un descenso violento en 1973 y 1974, las remuneraciones reales iniciaron cierta recuperación en 1977, sin haber recobrado aún en 1981 el nivel alcanzado once años an-

---

del sistema de educación técnica y universitaria; el desarrollo cultural nacional; los canales de participación, que sirven de base para estrategias de desarrollo de consenso nacional; el dinamismo y eficiencia de la función estatal promotora del desarrollo.

tes<sup>27</sup>. Factores determinantes, aunque no exclusivos del deterioro de los salarios, fueron la represión sindical, las políticas oficiales de reajustes ligadas al índice oficial de inflación subestimada sistemáticamente, y la baja inversión productiva; los ingresos mermaron mucho más intensamente debido al alto nivel de desocupación. Las pensiones y las asignaciones familiares pagadas por la seguridad social por las cargas de los asalariados (cónyuge e hijos que no trabajan) experimentaron también un deterioro pronunciado, como se observa en las columnas 2 y 3<sup>28</sup>.

**Cuadro II.2**  
**Indicadores de ingresos y desocupación, 1970-81**

	Ingresos (1970=100)			Desempleo (%)			
	Remuneraciones (1)	Pensión media (2)	Asignación familiar media (3)	PEM (%) (4)	Abierto (5)	PEM (6)	Total (7)
1970	100,0	100,0	100,0	—	5,9	—	5,9
1974	65,1	51,3	69,5	—	9,1	—	9,1
1976	64,8	52,3	61,8	80,5	16,6	5,2	21,9
1978	76,0	62,1	56,0	45,5	13,8	4,2	18,0
1980	89,0	74,3	54,4	37,6	11,7	5,2	16,9
1981	96,8	78,0	54,0	32,1	10,4	4,7	15,1
1974-81	76,1	61,9	59,3	48,8 <sup>a</sup>	13,0	4,8 <sup>a</sup>	16,8

Fuente: Jadresic (1990) para la col. (1); Arellano (1985) para la col. (2); Cortázar (1983) para la col. (3). La columna (4) indica el ingreso en efectivo de los trabajadores del empleo mínimo como porcentaje del salario mínimo vigente en 1970. Todas las cifras en pesos corrientes han sido deflactadas por el índice de precios al consumidor corregido (Cortázar y Marshall, 1980) hasta 1978 y por el índice oficial en los años posteriores. Las columnas (5) a (7) están basadas en estimaciones de Jadresic (1986).

<sup>a</sup>Promedio 1976-81.

27 Nótese que 1970 se toma como un punto de referencia normal. El índice de remuneraciones fue en 1971 muy superior y en 1972 algo menor que en 1970. Véase Cortázar (1983). El índice, calculado por el INE, no comprende a empresas con menos de 20 trabajadores ni asalariados agrícolas ni trabajadores del PEM.

28 En 1973 se igualaron las asignaciones familiares pagadas a obreros y a empleados. La igualación se hizo por abajo, de manera que todas descendieron, aunque en menor proporción las de los obreros: el poder adquisitivo de éstas en 1981 era alrededor de un quinto menor que en 1970.

Por último, la situación de empleo también muestra un deterioro notable. A pesar de cierta mejora registrada entre 1976 y 1981, en este año el desempleo abierto duplicaba la tasa de 1970. Como paliativo de la expansión de la cesantía, el gobierno estableció en 1975 un programa de emergencia, llamado empleo mínimo (PEM); sus miembros desempeñaban labores principalmente en municipalidades e instituciones públicas. En 1981 representaban cerca de un 5% de la población ocupada y su remuneración era equivalente a un tercio del salario mínimo vigente en 1970. Si se incluye a los trabajadores del PEM, la tasa de desocupación triplicaba la del año de referencia (cuadro II.2, col. 7). Con la crisis emergida en 1982, el desempleo se elevó a 31% de la fuerza de trabajo (con el PEM) en 1983.

El deterioro de los salarios reales y del empleo se manifiesta en la distribución del ingreso y del gasto de consumo de la población. La información sobre la distribución del ingreso en Santiago indica que la razón entre el quintil más rico y el más pobre se deterioró desde 13 veces en los sesenta a 15 veces en 1974-81 (véase el gráfico IX.2). Los escasos antecedentes disponibles corresponden a 1969 y 1978<sup>29</sup>. Divididos los hogares en quintiles, se observa que el más pobre redujo su consumo en 31% entre ambas observaciones; el segundo y tercer quintiles perdieron 20% y 12%, respectivamente; como el monto de la canasta permaneció estancado, esas caídas fueron similares a las pérdidas porcentuales de participación de esos quintiles. En cambio, el quintil de mayor nivel mejoró notoriamente su participación a expensas de los otros grupos (véase el cuadro IX.2).

Hay un indicador importante que muestra una mejoría apreciable durante el lapso bajo estudio. Se trata de la tasa de mortalidad infantil, que se redujo de 66‰ en 1973 a 33‰ en 1980<sup>30</sup>, a pesar del deterioro de la situación de empleo y de la distribución del ingreso. El principal factor compensador del impacto

---

29 Información basada en encuestas de presupuestos familiares efectuadas en Santiago por el INE.

30 En los inicios de los años sesenta era 110‰ y en 1970 se situó en 82‰.

negativo del deterioro de la situación económica de la mayor parte de la población después de 1973 estuvo asociado al énfasis puesto por el Servicio Nacional de Salud en el sector materno-infantil y a los programas de nutrición dirigidos a lactantes y desnutridos (Raczynski y Oyarzo, 1981; Monckeberg, 1998).

A diferencia de este rubro específico, como se expuso, el gasto social total del sector público disminuyó entre 1970 y 1981 (Cabezas, 1988; French-Davis y Raczynski, 1990); la caída fue muy fuerte en educación, salud y vivienda, con un descenso de 17%. No obstante, como el gasto total descendió en mayor proporción, el gasto social pasó a ocupar un porcentaje más alto del presupuesto público.

La distribución de los activos y del patrimonio también experimentó una aguda concentración. Este fenómeno estuvo asociado: i) a los cambios registrados en las remuneraciones y empleo, ii) a la privatización de empresas públicas, iii) al impacto de la recesión sobre los empresarios independientes de los principales grupos económicos, en combinación con el deficiente funcionamiento que exhibió el mercado de capitales.

Es indudable que el deterioro ocurrido en el empleo y en los ingresos de los trabajadores impactó sobre la distribución del gasto y del patrimonio. Adicionalmente, los trabajadores de mayores ingresos experimentaron un mejoramiento notable, incrementándose la dispersión entre ingresos altos y los medios y bajos. Pero la concentración también fue alimentada por otros componentes del modelo económico. Como se expuso, numerosas empresas en poder del sector público fueron privatizadas en forma apresurada. Ello se realizó en una economía en recesión y con altas tasas de interés. Sólo un reducido segmento del sector privado pudo acceder a su propiedad, y a precios muy favorables para los adquirientes. Por último, la situación de recesión también golpeó a numerosos empresarios privados, que no tenían un acceso privilegiado al crédito interno o al externo. Así, muchos de estos empresarios se vieron obligados a vender sus empresas o derechos en ellas a los mismos grupos económicos que adquirieron las empresas públicas privatizadas. Adicionalmente,

el acceso al crédito externo involucró otra fuente de concentración. Ello significó, aparte del poder de compra que otorgaba, una ganancia de capital correspondiente a la enorme diferencia entre las tasas internas y externas de interés (véase el cuadro V.5 y Zahler, 1980, cuadro 14).

Los antecedentes disponibles muestran la notable concentración del patrimonio, con dos grupos desprendiéndose nítidamente del resto. A fines de 1978 los dos principales grupos económicos controlaban empresas que representaban alrededor de 50% del patrimonio de las sociedades anónimas registradas en las bolsas de comercio de Santiago y Valparaíso, cifra notablemente mayor que en 1970 (Herrera y Morales 1979, p. 148). Antecedentes sobre las 250 empresas privadas nacionales y extranjeras más grandes de Chile indican que esos dos grupos controlaban a lo menos un 37% de su patrimonio en 1978 (Dahse, 1979). El proceso de concentración continuó aceleradamente durante los años siguientes. Así lo comprueban estudios posteriores, que indican que entre 1978 y 1980 el patrimonio de las empresas controladas por los dos principales grupos se había duplicado en valores de poder adquisitivo constante (Dahse, 1982). Información de la Bolsa de Comercio para junio de 1982, sobre distribución de la propiedad accionaria de 177 sociedades anónimas abiertas, indicaba que los 10 principales accionistas de cada una controlaban directamente, en promedio, el 72% del capital.

#### 4. ENSEÑANZAS DEL EXPERIMENTO NEOLIBERAL

En la década del setenta, el neoliberalismo logró situarse en la ofensiva en diversos países y conquistó una posición hegemónica en varios centros académicos a través de países industrializados y en desarrollo. No obstante, su aplicación práctica en el período de postguerra en general había sido limitada y por períodos breves. El caso de Chile, como se señaló, posee gran significación por la profundidad, cobertura y continuidad con que se aplicó el modelo neoliberal en una versión muy ortodoxa. El marco político que permitió su imposición le otorgó, además, gran autono-

mía a sus propugnadores. Ello le imprime a este caso, propiamente, el carácter de un "experimento".

El marco externo imperante durante los años de vigencia del modelo comprendió, por una parte, *shocks* externos desfavorables para la economía chilena que condicionaron su éxito. En particular cabe mencionar el bajo precio del cobre imperante durante la mayoría de los nueve años estudiados. Por otra parte, sin embargo, el marco externo también comprendió rasgos que facilitaron la operación y permanencia del modelo. Entre ellos cabe destacar que, desde 1977, Chile contó con un acceso expedito a capitales financieros, que le permitieron, hasta 1981, compensar con creces la pérdida de ingresos provocada por el deterioro de los términos del intercambio y financiar un desmesurado déficit externo.

El modelo enfrentó su primer traspie importante en 1981, y en 1982 sufrió varios "retrocesos"<sup>31</sup>. Ellos estuvieron asociados a la crisis interna que emergió en 1981-82 con una virulencia inusitada y que se propagó a prácticamente todos los sectores y grupos en la economía nacional. En 1982 se registró una baja del PIB de 14%, la producción industrial descendió 21% y la construcción cerca de 50%; el desempleo afectó a casi uno de cada tres trabajadores en 1983.

Los problemas presentes en el aparato productivo están estrechamente asociados al funcionamiento del sistema financiero. El modelo le concedió un papel protagónico a la reforma financiera. De hecho, el sistema financiero se transformó en el centro de decisión dominante de la economía chilena. En 1982 resultaba evidente que el endeudamiento de las empresas (y de las personas naturales) constituía un factor de estrangulamiento de su actividad; crecía aceleradamente debido a las altas tasas de interés vigentes, en tanto que los ingresos de operación de las empresas

---

31 Cabe mencionar el establecimiento de un tipo de cambio preferencial para que los deudores privados paguen a sus acreedores externos, la reintroducción de controles al acceso cambiario y la compra por parte del Banco Central de la cartera bancaria vencida; ésta se había elevado a más del 50% del capital y reservas de los bancos privados nacionales a mediados de 1982. Véase el capítulo VI.



descendían a consecuencia de la recesión interna. La reforma financiera y la apertura a los movimientos de capitales extranjeros constituyó, primero, un factor determinante de la concentración del patrimonio y un desestímulo para la inversión productiva nacional. Luego, hacia fines del período, dejó de manifiesto la vulnerabilidad adicional que había introducido a la economía nacional y la disfuncionalidad para el desarrollo económico que involucró el “financierismo” desenfrenado a que dio lugar.

Los resultados registrados efectivamente obedecen tanto a características intrínsecas del modelo como a errores en su ejecución. Por ejemplo, la congelación del tipo de cambio a \$39 por dólar no es intrínseco del modelo; éste era compatible con una tasa fija mayor y/o con una tasa libre<sup>32</sup>. Pero, dado el modelo, sin esa fijación, no se habría logrado la fuerte reducción de la inflación alcanzada en 1981, y ello constituyó el objetivo prioritario del equipo económico oficial en el momento de la congelación cambiaria.

Los componentes intrínsecos del modelo se ubican en tres áreas, que constituyen pilares del neoliberalismo (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. I). Se refieren a su creencia i) que la privatización y la supresión de la intervención estatal conducen rápidamente a mercados integrados, flexibles y bien informados, y generan espontáneamente un desarrollo dinámico; ii) que los procesos de ajuste son estabilizadores y que se caracterizan por su rapidez, y iii) que la “competencia”, aunque sea entre desiguales, conduce a un mayor bienestar para la mayoría. Los tres supuestos probaron ser falsos en este experimento.

En primer lugar, el establecimiento de políticas económicas “neutras” se aplicó en un marco de “competencia” entre desiguales; ello dio lugar a una intensificación de las diferencias. Adicionalmente, en varias instancias decisivas la “neutralidad” se quebró, de manera que instituciones como las cooperativas y un sistema de ahorro mixto (SINAP) fueron discriminados. La

---

32 Es evidente que con una tasa libre, la apreciación habría sido aún mayor, y la crisis entonces habría tendido a ser también mayor. Véase Harberger (1985) para una conclusión similar.

restricción de la actividad sindical representó el ejemplo de mayor fuente de acentuación de la desigualdad entre “oferentes” y “demandantes”. Como se demostró, la concentración del ingreso y del patrimonio fue espectacular. Segundo, la lentitud de los procesos de ajuste tiene costos sustanciales, tanto por la ineficiente subutilización de recursos como por el desaliento que suele involucrar para la formación de capital. El enfoque neoliberal, por no entender las implicancias de que para llegar al largo plazo es preciso transitar por una sucesión de cortos plazos que afectan el resultado final (fenómeno de histéresis), ignora estos costos que obstaculizan el crecimiento sostenible y son muy regresivos. Tercero, aun cuando un intervencionismo extremo suele acentuar la segmentación y heterogeneidad estructural de los mercados, la opción alternativa extrema, consistente en el desmantelamiento de la acción estatal y la privatización indiscriminada de los medios de producción, no conduce a una rápida eliminación de la segmentación y rigidez de los mercados; estos rasgos son característicos del subdesarrollo. En consecuencia, el contexto macroeconómico resultante no es propicio para la coexistencia de la trilogía de crecimiento, equidad y autonomía nacional; los tres son ingredientes básicos de un proyecto nacional de desarrollo. La superación de estas fallas del mercado exige un papel activo del Estado, sometido a normas estrictas de eficiencia y transparencia.

En síntesis, el experimento neoliberal generó una sociedad con una acrecentada desigualdad en numerosos frentes y un predominio del economicismo financierista. Su incompreensión de la fuerte heterogeneidad existente fue un obstáculo grave para la imprescindible tarea de *completar* mercados. La consecuencia fue que, junto a la generación de un valioso segmento de alta productividad, empobreció a amplios sectores. Profundizó el problema del desempleo en forma notable, desestimuló la inversión y, en general, privilegió las tendencias especulativas y financieristas en desmedro de las actividades proclives al incremento de la productividad y de la capitalización nacional. Intensificó la vulnerabilidad frente al exterior, como lo atestigua en forma indesmentible la mayor fuerza que la recesión de 1982 adquirió en la economía chilena en comparación con el resto de América Latina.

## CAPÍTULO III

### LIBERALIZACIÓN DE LAS IMPORTACIONES: 1973-82\*

Una característica distintiva de las políticas de comercio exterior puestas en ejecución en 1973 fue la profunda liberalización de las importaciones, entonces sin precedentes modernos en otras economías semi-industrializadas; se suprimió toda selectividad, estableciéndose un arancel uniforme de 10% para prácticamente la totalidad de las importaciones. La apertura comercial fue acompañada por una apertura también irrestricta frente a la inversión extranjera, y la reducción de restricciones sobre la compraventa de divisas y sobre los movimientos de capitales financieros (véase el cap. V).

La postulación del libre comercio lleva al planteamiento de cuatro preguntas. En primer lugar, ¿en qué medida la política aplicada ha permitido un uso más eficiente de los recursos disponibles, o se han producido nuevas divergencias significativas entre la “eficiencia” privada y la social? En segundo lugar, ¿qué grado de dinamismo ha caracterizado al proceso, en comparación con su comportamiento histórico; cómo ha afectado la intensidad y secuencia de la liberalización al nivel de empleo, consumo, e inversión? En tercer lugar, ¿había opción a la reforma específica, la oportunidad, profundidad y secuencia? Por último, ¿cuán neutrales resultan efectivamente los efectos de políticas económicas “indiscriminadas”? La aparente “neutralidad” se aplicó en un marco de desigualdad y heterogeneidad productiva en los diferentes

---

\* Basado en artículo publicado en *Colección Estudios CIEPLAN 4*, noviembre de 1980; y en J. S. Valenzuela y A. Valenzuela (eds.), *Military Rule in Chile: Dictatorship and Oppositions*, The Johns Hopkins University Press, 1986, Baltimore. Agradezco los comentarios de Augusto Aninat, Vittorio Corbo, René Cortázar, Jaime Estévez, Alejandro Foxley, Dominique Hachette y Pilar Vergara, y la colaboración de Jorge Scherman.

ámbitos de la actividad nacional. Ello implica que esas políticas involucran efectos asimétricos y diferenciados entre distintos grupos productivos y sociales.

Evidentemente, los efectos totales de reformas de tanta profundidad toman tiempo en completarse. Es probable que los costos se tiendan a concentrar al comienzo y los beneficios al final; no debe olvidarse, no obstante, que, dada la preferencia en el tiempo o tasa de actualización positiva, un peso hoy vale más del doble que uno diez años después. Por otra parte, muchas otras reformas tuvieron lugar junto con la comercial, no siendo fácil distinguir los efectos de cada una. Finalmente, los efectos se extienden más allá de la producción de transables, con un impulso positivo a la producción de exportables y uno negativo para los importables; principalmente, nos referimos a la transmisión de innovaciones a través de la exposición a la competencia externa (Tybout, de Melo y Corbo, 1991)<sup>1</sup>.

Desde un comienzo queremos despejar la disyuntiva simplista de que la única opción a la reforma que se aplicó, con todos sus detalles, era mantener la situación caótica que existía en 1973. ¿Por qué no aplicar, por ejemplo, una continuación de otra reforma de comercio exterior que estuvo en ejecución entre 1968 y 1970, profundizándola con pragmatismo? Sus rasgos centrales eran gradualidad, complementación entre el impulso exportador y la racionalización de la protección efectiva a los importables, y una política cambiaria activa consistente con la reforma (véase Ffrench-Davis, 1973, caps. III y IV).

En la sección 1 se expone la trayectoria que siguió la reducción de las restricciones que afectaban a las importaciones; el centro del estudio lo constituyen la liberalización arancelaria y la evolución del tipo de cambio real, para determinar en qué grado éste desempeñó el papel compensador que le asignó la política oficial.

---

1 En este capítulo nos concentraremos en la política de importaciones. En el cap. VIII, y en Ffrench-Davis (1979b; 1983c); Ffrench-Davis, Leiva y Madrid (1992); Ffrench-Davis y Sáez (1995) examinamos políticas y desempeños de las exportaciones y las interrelaciones entre ambos planos.

En la sección 2 se analiza el comportamiento de las principales categorías de importaciones, en particular de los bienes de consumo, y se examinan algunos efectos distributivos. En la sección 3 se estudia el impacto global de la liberalización sobre el empleo y la producción manufacturera; sus efectos se ilustran examinando la información disponible sobre producción, consumo y comercio exterior según ramas industriales. Por último, en la sección 4 se esbozan las principales conclusiones de este capítulo.

## 1. EL PROCESO DE LIBERALIZACIÓN DE LAS IMPORTACIONES

La liberalización comercial chilena es la más antigua y de aplicación más persistente en América Latina. A fines de 1973, antes de la iniciación de las reformas, el comercio exterior chileno estaba altamente intervenido: un arancel promedio de 94%, innumerables restricciones cuantitativas y tipos de cambio múltiples. Al iniciarse el nuevo régimen, la política de comercio exterior puso en marcha una notable reducción de la elevada protección con que contaban los sustitutos de importaciones. El rápido proceso de liberalización, iniciado en 1973 y terminado en junio de 1979, indujo un marcado cambio en las ventajas comparativas de mercado, al modificar tanto la composición de la protección efectiva así como su nivel promedio.

La meta del proceso de liberalización experimentó cambios significativos durante el curso de su aplicación. Lo que inicialmente parecía una reforma moderada, con tasas arancelarias máximas de 60%, al final terminó en un arancel uniforme de 10%.

Los primeros pasos consistieron en suprimir las principales restricciones no arancelarias y en situar en 220% el arancel máximo. En este marco, se eliminó la gran mayoría de las prohibiciones de importar y de los depósitos previos prohibitivos. Estos últimos, que se aplicaban a una tasa de 10.000% a más de la mitad de las importaciones, habían constituido en 1973 su mecanismo más activo de regulación; el ejecutivo suprimía discrecionalmente el depósito, a condición de que los respectivos importadores fijasen sus volúmenes de internación dentro de los márgenes recomenda-

dos por el gobierno. De esta manera, el depósito previo se utilizó como un mecanismo cuantitativo. Naturalmente, este mecanismo, aplicado a varios miles de productos, en conjunto con tipos de cambio subvaluados, generó innumerables problemas de abastecimiento y ganancias especulativas para los importadores. La "normalización" del mercado cambiario (véase el cap. IV), puesta en marcha en octubre de 1973, y el significativo aumento del precio del cobre ocurrido desde mediados de ese año, facilitaron una rápida remoción de las restricciones cuantitativas y la aplicación de las rebajas arancelarias iniciales.

A comienzos de 1974 se hizo el anuncio general de una reforma arancelaria que se realizaría gradualmente en un plazo de tres años; se indicó que beneficiaría a los trabajadores en general "pues se crearán más empleos en los sectores de expansión que los que podrán desaparecer en algunos sectores de alta ineficiencia"<sup>2</sup>. Se sostenía que las "mayores perspectivas de crecimiento están en la apertura al comercio internacional, en el desarrollo de industrias de exportación y en la intensificación de los procesos de integración latinoamericana" (DIPRES, 1978, p. 35). En esta ocasión no se dieron señales respecto de los niveles arancelarios que se proyectaba alcanzar.

El anuncio de aranceles-meta tuvo lugar en mayo de 1974, indicándose que "en 1977 ningún arancel será superior a 60%. De este modo se ha definido con claridad la política arancelaria a seguir en el futuro, de manera que la industria nacional pueda hacer los ajustes pertinentes, y prepararse para enfrentar en buena forma la competencia del extranjero"<sup>3</sup>.

No obstante estos anuncios, en realidad la política arancelaria no estaba aún definida, pues había disparidad de criterios entre los

---

2 Declaración del Ministro de Hacienda, del 7 de enero de 1974, reproducida en DIPRES (1978, p. 61). Se anunció también la rebaja a 200% de los aranceles superiores, y la reducción en 10% de las tasas comprendidas entre aquel nivel y 50%.

3 Ministro de Hacienda, mayo de 1974 (DIPRES 1978, p. 107). Este objetivo es reiterado en abril de 1975 (DIPRES, 1978, p. 172).

propugnadores de una política ortodoxa y otros personeros oficiales con una postura más pragmática. Hacia fines de 1974 se insinuaba informalmente que la tasa máxima futura sería sólo de 30%, y en documentos internos se hablaba de un margen comprendido entre 25 y 35% en el que se concentraría la mayoría de los aranceles (De la Cuadra y Hachette, 1992; Hachette, 1976, p. 63). Posteriormente, en agosto de 1975, se definió formalmente que el rango arancelario quedaría comprendido entre 10 y 35% y que se alcanzaría, mediante sucesivos ajustes semestrales, el primer semestre de 1978.

Aunque el enfoque inicial, aparentemente más pragmático, había ido cediendo poco a poco frente a la ortodoxia librecambista, la política propuesta en 1975 contenía dos elementos heterodoxos importantes. Por una parte, contemplaba diferenciación entre los aranceles nominales (10-35%) según el grado de elaboración de los productos, y mantenía el respeto de los compromisos arancelarios contraídos en el Pacto Andino; a este res-

**Cuadro III.1**  
 Liberalizaciones arancelarias: 1973-79  
 (tasas sobre el valor cif)

Fechas	Arancel máximo		Arancel modal		Arancel promedio simple (%)	Total de ítemes
	Tasa (%)	Porcentaje del total de ítemes	Tasa (%)	Porcentaje del total de ítemes		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
31.12.73	220	8,0	90	12,4	94,0	5.125
01.03.74	200	8,2	80	12,4	90,0	5.125
27.03.74	160	17,1	70	13,0	80,0	5.125
05.06.74	140	14,4	60	13,0	67,0	5.125
16.01.75	120	8,2	55	13,0	52,0	5.125
13.08.75	90	1,6	40	20,3	44,0	4.958
09.02.76	80	0,5	35	24,0	38,0	4.952
07.06.76	65	0,5	30	21,2	33,0	4.956
23.12.76	65	0,5	20	26,2	27,0	4.959
08.01.77	55	0,5	20	24,7	24,0	4.981
02.05.77	45	0,6	20	25,8	22,4	4.984
29.08.77	35	1,6	20	26,3	19,8	4.985
03.12.77	25	22,9	15	37,0	15,7	4.993
06.78	20	21,6	10	51,6	13,9	4.301
06.79	10	99,5	10	99,5	10,1	4.301

Fuente: Banco Central de Chile. Las fechas se refieren a la publicación oficial de los decretos con modificaciones generales del arancel aduanero, registradas entre diciembre de 1973 y de 1977. En esta última fecha se dictó un decreto de ajustes mensuales, que cubrió hasta junio de 1979.

pecto, en numerosos ítemes, las rebajas se detuvieron en el nivel respectivo del arancel externo mínimo común, en aplicación entre 1972 y 1976, por los países miembros del Acuerdo de Cartagena (Aninat, 1978).

Las rebajas graduales se realizaron aproximadamente una vez por semestre, como se aprecia en el cuadro III.1. Sin embargo, los ajustes finales anunciados para el primer semestre de 1978 se anticiparon, culminando el proceso en agosto de 1977, fecha en la cual el 99,6% del universo arancelario quedó situado entre 10 y 35%, con una media simple de 20%.

Aparentemente, según las reiteradas declaraciones oficiales, la disminución de la protección a los sustitutos de importaciones habría terminado en agosto de 1977. Tres meses después, sin embargo, el ministro de Hacienda anunció otro cambio de política, que consistió en alcanzar a mediados de 1979 una tasa uniforme de 10%, para la casi totalidad de las importaciones chilenas. La liberalización adicional se realizó, con tramos mensuales, entre diciembre de 1977 y junio de 1979<sup>4</sup>. Aparte de la liberalización arancelaria, se suprimieron restricciones no arancelarias (RNA) que provocaban trabas al desarrollo económico y generaban ganancias especulativas (como el depósito de importación de 10.000%); asimismo, se eliminaron cientos de disposiciones que eximían del pago de derechos a personas, empresas, regiones, etc. (De la Cuadra y Hachette, 1992). Las importaciones de bienes de capital, que en la práctica estaban exentas cuando no se producían en Chile, quedaron afectas al pago del arancel, pero en forma diferida. Es evidente que los precios relativos cambiaron a favor del consumo importable y contra la compra de bienes de capital y a favor de la producción de exportables. También se eliminaron regulaciones indudablemente convenientes y perfectibles (como las que obstaculizaban la transmisión de la inestabilidad de precios externos como el trigo y el azúcar).

---

4 Con esto concluyó la "primera reforma comercial". La "segunda" fue emprendida a partir de 1983; véase el cap. VIII.



Así terminó el proceso de discusión al interior del gobierno, con un predominio indiscutido del extremo más ortodoxo. En efecto, la tasa de 10% era entonces inusitadamente baja entre los países en desarrollo, y su ninguna selectividad era excepcional incluso en los países más desarrollados del mundo. Algunos antecedentes son ilustrativos al respecto. En un país muy dinámico como Corea del Sur, después de más de un decenio de aplicación de sus reformas económicas iniciadas a mediados de los sesenta, el arancel cubría un rango comprendido entre 0 y 150%, con numerosos ítemes producidos localmente afectos a tasas nominales comprendidas entre 30 y 60%<sup>5</sup>. Corea, tal como Taiwán y otros países asiáticos, habían efectuado una profunda apertura externa liderada por las exportaciones en vez de hacerlo por la liberalización de las importaciones (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. III).

En lo que respecta a los países desarrollados, a pesar de encontrarse a la cabeza de la industria mundial, mantenían en esos años niveles de protección efectiva diferenciados y notoriamente superiores al 10% para segmentos significativos de su sector externo. La protección arancelaria efectiva en los Estados Unidos, Japón y la Unión Económica Europea alcanzaba tasas elevadas en productos tales como los textiles y confecciones, alimentos procesados e industrias ligeras. Por ejemplo, los textiles y confecciones gozaban de una protección arancelaria efectiva del orden del 40% en esos países, y los alimentos procesados de 68% en Japón<sup>6</sup>. Las importaciones también estaban restringidas mediante numerosos mecanismos no arancelarios (Baldwin, 1981) que afectaban en forma significativa un número creciente de exportaciones industriales de los países en desarrollo. Estimaciones

---

5 Véase Balassa (1977, pp. 148-51) y Frank, Kim y Westphal (1975). Respecto de otros países en desarrollo cubiertos en un extenso proyecto del NBER, véase Bhagwati (1978). Un análisis teórico que justifica el uso de tasas diferenciadas, aparece en Ffrench-Davis (1979a, caps. VII, VIII y IX); Véase también Sachs (1987).

6 Mendive (1978). La dispersión de las tasas de protección efectiva según partidas arancelarias o "productos" es muy alta; a vía de ejemplo, los cigarrillos tenían una tasa de 405% en Japón, el aceite refinado de 466% en EE.UU., y la mantequilla de 1.300% en la UE. Los antecedentes corresponden a la situación vigente con anterioridad a las negociaciones de la Ronda Tokio del GATT.

efectuadas para 1973, que cubren a Francia, Estados Unidos, Japón y Suecia, indicaban que en 26 capítulos de la NAB la incidencia ad-valorem promedio de las RNA (tales como regulaciones sanitarias, cuotas de importaciones, restricciones "voluntarias" de los exportadores, y licencias previas) alcanzaba niveles de un 40 a 90% para diversas categorías de productos (Roningén y Yeats, 1976).

Los personeros oficiales señalaron en forma reiterada que la evolución del tipo de cambio y las rebajas de los aranceles marcharían indisolublemente unidas (DIPRES, 1978, pp. 275 y 291); en consecuencia, el tipo de cambio real debía subir a medida que se redujera la protección arancelaria efectiva. Se suponía una relación causal extremadamente ingenua, válida en un modelo competitivo, sin movimientos de capitales. En la práctica, sin embargo, la presencia de voluminosos movimientos de capitales, desde 1976, involucró desviaciones notables respecto de la supuesta relación causal unívoca.

En efecto, durante lapsos en los cuales se realizaron las liberalizaciones arancelarias más significativas, el tipo de cambio real (TCR) disminuyó paralelamente. En el cuadro III.2 se presenta

**Cuadro III.2**  
Costo de las importaciones, 1973-82

Fases	Fechas	Tipo de cambio real <sup>a</sup> (1)	Variación de (1) en cada fase (2)	Aranceles nominales (%)		Tipo de cambio total promedio <sup>b</sup> (5)	Variación de (5) en cada fase (6)
				Máximo (3)	Promedio (4)		
I	10/73	59,20		220	94	114,85	
	4/75	98,98	67,2%	120	52	150,45	31,0%
II	7/77	59,96	-39,4%	45	22	73,15	-51,4%
III	6/79	68,46	14,2%	10	10	75,31	2,9%
IV	6/82 <sup>c</sup>	47,02	-31,3%	10	10	51,72	-31,3%

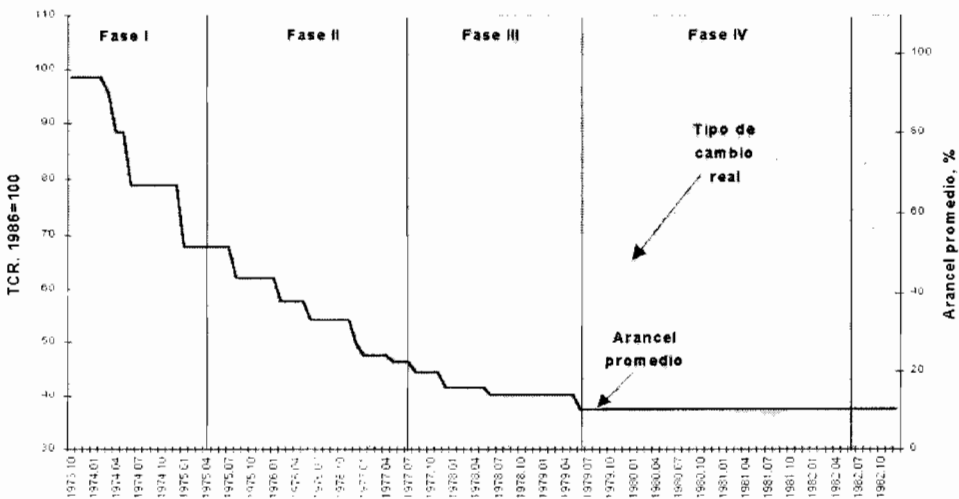
Fuente: Banco Central de Chile, Boletín mensual, varios números; Ffrench-Davis (1984) y cuadro III.1.

<sup>a</sup> Tipo de cambio nominal deflactado por IPC corregido por Cortázar y Marshall (1980) y multiplicado por el Índice de Precios Externos (IPE), en moneda de 1986. <sup>b</sup> Es la multiplicación de la columna (1) por  $[1 + (4)/100]$ . <sup>c</sup> Promedio del mes hasta el día previo a la devaluación.

información sobre la evolución del tipo de cambio real de importaciones (col.1), del arancel nominal (cols. 3 y 4) y del costo promedio ex aduana por dólar de importación (col. 5) en fechas seleccionadas. Estas se escogieron según la evolución del costo de las importaciones y de la relación entre sus dos componentes: tipo de cambio y protección arancelaria<sup>7</sup>. De acuerdo a este criterio, pueden distinguirse cuatro fases (véase el gráfico III.1).

Las rebajas arancelarias efectuadas en la fase I, que se extiende entre fines de 1973 y abril de 1975, se realizaron con tipos de cambio relativamente muy altos: además, una parte sig-

Gráfico III.1  
Arancel promedio y tipo de cambio real, 1973-82



Fuente: Cuadros III.1 y III.2, y Ffrench-Davis (1984).

7 Las fechas seleccionadas poseen alguna arbitrariedad, pues los niveles de TCR son sensibles a los índices de precios que se utilicen en el cálculo. El promedio del arancel también se puede calcular de formas muy diversas. Aquí, nos hemos limitado a usar el promedio simple, empleado en diversas fuentes oficiales e independientes; como es sabido, el promedio simple es muy sensible a la desagregación de la nomenclatura que se utilice. En lo tocante al TCR, una estimación del costo total debería incluir, además, el impacto de los cambios en el sistema de impuestos a las transacciones y de los costos financieros de las importaciones.

nificativa de la reducción correspondió a aranceles redundantes. Esto es, las rebajas iniciales no surtieron efectos sustantivos, pues correspondían mayoritariamente a niveles de protección no utilizados por lo excesivo. A fines de la fase, el costo medio por dólar de importaciones era significativamente superior al inicial, con un alza de 31%<sup>8</sup>. Por ello, el proceso fue principalmente de racionalización durante esta fase, disminuyendo en general la gran dispersión de la protección efectiva, sin que se registrase un impacto sustancial contra la producción de sustitutos de las importaciones; esta producción, sin embargo, sufrió fuertemente con la recesión ya en progresión, que se expresó en la caída de 17% del PIB en 1975. La liberalización de las importaciones y el alza cambiaría sí que impactaron, en forma positiva, a los exportables; puesto que las exportaciones disponían, con anterioridad, de franquicias aduaneras para sus componentes importados, la política cambiaría fue la que surtió efectos más sustanciales sobre las exportaciones (French-Davis, 1979b).

La situación enfrentada por los importables cambió apreciablemente en la fase II; esto es, entre abril de 1975 y mediados de 1977. Las rebajas de la protección nominal fueron más sustantivas, al reducirse su promedio desde 52 a 22%, y la tasa máxima desde 120 a 45%, en tanto que el tipo de cambio disminuyó 39%, reforzando fuertemente el primer efecto. Esto es, a medida que avanzaba la liberalización arancelaria reduciendo rápidamente protección utilizada, el tipo de cambio se revaluaba paralelamente. A consecuencia de ello, la reducción de 30 puntos en el arancel nominal promedio involucró una baja de 51% del costo medio total por dólar importado (col. 6). Este fuerte impacto dio poca oportunidad para una reasignación gradual de la actividad económica,

---

8 Obviamente, el arancel nominal de muchos ítemes, en particular de bienes de consumo, se redujo notablemente más que el promedio, y la correspondiente disminución de la protección efectiva fue aun más intensa; por lo tanto, para muchos de estos rubros, el alza del TCR no alcanzó a compensar los efectos de la liberación arancelaria. Antecedentes sobre aranceles efectivos y nominales vigentes antes del inicio de la liberalización aparecen en Behrman (1976, pp. 137-44), y de la Cuadra (1974). Información sobre la situación vigente en 1975 se presenta en JUNAC (1976).

porque se registró en un plazo más breve y con mayor intensidad que la anunciada inicialmente, y porque no se cumplieron los reiterados anuncios de que el manejo cambiario sería “indisolublemente” compensador<sup>9</sup>. El resultado neto fue un rápido aumento de las importaciones “no tradicionales”, en particular de bienes de consumo no alimenticio.

En la fase III, que cubre hasta mediados de 1979, ocasión en la cual se congeló el tipo de cambio, se retornó a la situación de ajustes cambiarios compensadores, como se aprecia en la col. (2). En consecuencia, al final de la fase III, el costo medio por dólar de importación se encontraba a un nivel similar al registrado al iniciarse esta fase; naturalmente, los productos relativamente más protegidos perdieron posición preferencial, al converger los derechos aduaneros hacia la tasa uniforme de 10%. Estos cambios operaron en una economía nítidamente más sensibilizada frente a la economía internacional que lo experimentado en cualquiera de las etapas precedentes, con un coeficiente de importaciones que se elevaba persistentemente. El arancel promedio, a través de las tres fases había descendido desde 94% hasta 10%, con un tipo de cambio real que, a fines del proceso, era 16% mayor para las exportaciones que el establecido al inicio de la política que culminó con la apertura irrestricta en junio de 1979; las exportaciones se beneficiaron además de la ampliación de la gama de insumos que podían importar liberados o con el arancel uniforme. En cambio, los sustituidores debieron competir con un tipo de cambio total alrededor de 34% menor en promedio.

Por último, en la fase IV el tipo de cambio se revaluó en forma persistente; ello fue la consecuencia de una tasa nominal fija y de un ritmo de inflación interna mayor que en el exterior, durante el lapso de más de tres años en los cuales el precio del dólar permaneció fijo. Con ello el tipo de cambio real era 21% menor que al inicio de la reforma comercial. En junio de 1982, esta fase terminó con una devaluación abrupta.

---

9 En esta fase los sustituidores de importaciones se liberaron de la competencia andina al tiempo que los exportadores perdieron las significativas preferencias en ese mercado, al retirarse Chile del Pacto Andino en 1976.

En síntesis, la política arancelaria fue tomando forma a través de sucesivos anuncios oficiales, que cada vez eran presentados como definitivos. Así, la política evolucionó desde una apertura moderada, incluso declarada compatible con el proceso de integración del Pacto Andino, hasta una liberalización prácticamente irrestricta de las importaciones. Respecto al supuesto papel compensador del tipo de cambio, los hechos atestiguan que, en general, no se comportó de acuerdo a los postulados del modelo económico. Entonces, no debe extrañar que los resultados difirieran tanto de los esperados por sus ejecutores.

## 2. COMPOSICIÓN DE LAS IMPORTACIONES

El drástico cambio experimentado por la estructura y nivel de la protección a las actividades sustituidoras de importaciones, tuvo un impacto significativo sobre la composición de las compras en el exterior. Como era previsible, la importación de bienes de consumo, que era la más restringida, fue también la más favorecida por la liberalización indiscriminada. Dentro de aquella categoría, los bienes de consumo no alimenticio son los que exhibieron un mayor incremento.

Diversas variables distintas a las propias de la política comercial afectaron el comportamiento de las importaciones. Entre ellas cabe destacar la intensa contracción de la demanda agregada registrada en 1975-76 y luego la recuperación en 1977-81, la escasa inversión concretada a través del período, y el alza del precio del petróleo.

Las importaciones globales crecieron 127% entre 1970 y 1981 en términos reales<sup>10</sup>. Si se descuentan las compras de combustibles y lubricantes el incremento es de 104%. Estas cifras parecen modestas si se considera que transcurrió una década y que la liberalización fue tan radical. Sin embargo, es preciso tener presente tres factores. En primer lugar, el aumento del precio del petróleo

---

<sup>10</sup> Puesto que 1973 presenta anomalías significativas, en el cuadro III.3 se utilizan como base las cifras de 1970, que es un año relativamente "normal".

fue un dato para Chile, de prolongada presencia (con una caída de la producción nacional), por lo cual era necesario generar recursos para financiar los mayores desembolsos por ese concepto, sea vía reducción del resto de las importaciones o mediante mayores exportaciones. En segundo lugar, las importaciones de maquinarias y equipos permanecían deprimidas aún en 1981 a niveles insuficientes para sustentar las tasas de crecimiento histórico; y recién en 1981 habían superado el nivel real de 1970. En tercer lugar, el PIB por habitante registró un crecimiento de apenas 10% en los once años, en tanto que las importaciones por habitante distintas a las maquinarias y equipos lo hicieron en 115%.

Este resultado era previsible, dada la notable liberalización de las importaciones. En efecto, puesto que la producción por habitante permaneció prácticamente estagnada entre 1970 y 1981, las mayores importaciones no respondían a un efecto ingreso, sino, predominantemente, a la liberalización y a cambios exógenos en la oferta y demanda de importables (por ejemplo, precio del petróleo y cambios en la distribución del ingreso y del patrimonio).

El comportamiento de los diferentes componentes de las importaciones fue muy disímil. La influencia de la política de liberalización se observa principalmente en la categoría de bienes de consumo no alimenticio, donde se concentra la mayoría de las importaciones "no tradicionales". Las compras de bienes de consumo no alimenticio aumentaron 534% entre 1970 y 1981.

La participación de maquinarias y equipos en el total de importaciones cayó de 21% a 11%; y como proporción del PIB disminuyó en un décimo entre 1970 y 1981, en tanto que en los años intermedios fue aun notablemente menor. Esta caída de la inversión está asociada a la política económica del período (véanse los caps. I y II).

El resto de las importaciones también fue afectado directamente por la política de liberalización. Respecto de los bienes intermedios, hubo reducciones de sus demandas ligadas a la desustitución de importaciones de bienes finales, cuya producción nacional insumía componentes extranjeros; un ejemplo es el

de los cigarrillos. Al mismo tiempo, la liberaciones arancelarias y la reducción de las exigencias de integración nacional a que estaba sometida la actividad industrial, acarrearón un aumento de la participación de componentes importados en bienes de consumo cuya producción logró subsistir; un ejemplo destacado es la industria automotriz. En consecuencia, los mencionados cambios de la estructura de la producción implicaron que el gasto neto de divisas que involucraron las “nuevas” importaciones fuese menor que su valor bruto. Asimismo, las cifras de producción industrial bruta tendieron a sobrestimar el nivel de actividad interna debido a la baja registrada en la integración de insumos nacionales<sup>11</sup>.

Conscientes de la limitación que encierran las cifras, en el cuadro III.3 se muestran los rubros de consumo (alimenticio o no) que exhiben un mayor incremento entre 1970 y 1981. Las 13 categorías desagregadas cubrían en 1981 aproximadamente el 50% de todas las importaciones de bienes de consumo, y se expandieron 1.093% durante el período, esto es, más del doble que los combustibles, frente a un 62% del resto de las importaciones. Como se puede apreciar, la mayor parte de esas importaciones “no tradicionales” corresponde a lo que habitualmente se han considerado categorías de consumo prescindibles; en numerosos casos las nuevas variedades importadas no se producían localmente, aun cuando sí sustituyen la producción nacional de otras variedades. De hecho, entonces, se registró una diversificación significativa de la composición del consumo.

A pesar de la gran diversificación de las importaciones en términos de variedades y modelos, el consumo de los bienes cuyas importaciones crecieron en forma más significativa exhibe una gran concentración en los tramos de mayores ingresos. Ello, naturalmente, está relacionado con el retroceso en la distribución del ingreso y del patrimonio que se registró en esos años; sin embargo, la

---

11 Ésta es la principal razón de la sobreestimación del PIB según las cuentas nacionales oficiales calculadas con matrices fijas. Véase Marcel y Meller (1986). Respecto de los dos índices de producción bruta industrial disponibles — uno de la Sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA) y otro del Instituto Nacional de Estadísticas (INE)— véase Scherman (1981).



concentración según tramos de ingreso es aún mayor en el consumo de los importables en referencia, que en el consumo total.

Indudablemente, los sectores populares pudieron acceder a nuevas variedades y nuevos productos de consumo, pero ello fue en un grado muy limitado debido a su reducido y declinante ingreso. Según las encuestas de presupuestos familiares para Santiago, realizadas por el INE, el quintil superior elevó su participación en el consumo desde 44,5 a 51,0% entre 1969 y 1978, y el quintil más pobre lo disminuyó de 7,6 a 5,2% (véase el cap. IX). La encuesta de 1978 permite también apreciar la concentración que muestra el consumo de importaciones "no tradicionales" (cuadro III.4).

**Cuadro III.3**

Principales importaciones no tradicionales de bienes de consumo  
y total de importaciones, 1970, 1980, 1981

(millones de US\$ de 1977)

	1970	1980	1981	Variación % 1970-81
Confitería	0,2	8,2	10,5	5.150
Manufacturas de cueros	1,3	9,0	17,5	1.246
Bebidas alcohólicas y cigarrillos	1,1	22,8	27,5	2.400
Alfombras, ropa, géneros, textiles, y confecciones	24,8	171,9	271,6	995
Productos fotográficos y de cinematografía	8,0	17,4	25,2	215
Calzado, sombreros, paraguas	2,1	24,0	43,3	1.962
Instrumentos ópticos y musicales	4,4	18,1	28,7	552
Juguetes y productos recreacionales	3,5	32,0	42,4	1.111
Alimentos procesados de cocoa, carne, mariscos, vegetales, y otros	5,3	34,6	41,3	679
Perfumería y cosmética	0,1	13,7	19,6	19.500
Televisores	0,7	49,0	66,2	9.357
Radios	4,7	46,0	45,8	874
Automóviles y motocicletas	19,5	144,4	263,0	1.249
I. Total de principales importaciones no tradicionales de consumo	75,7	591,1	902,6	1.093
II. Trigo, maíz y azúcar	43,6	309,9	262,1	757
III. Combustibles	118,0	666,9	689,5	484
IV. Otros bienes intermedios y de consumo	1.155,5	1.561,2	1.714,3	48
V. Equipos de transporte	157,4	317,5	395,8	152
VI. Otros bienes de capital	408,6	376,6	480,6	18
<b>Total de importaciones</b>	<b>1.959</b>	<b>3.823</b>	<b>4.445</b>	<b>127</b>

Fuente: Servicio Nacional de Aduanas para 1970 y registros de importación del Banco Central de Chile para las categorías II, III, V, y VI en 1980 y 1981.

De los trece rubros incluidos en el cuadro III.4, en once de ellos el quintil superior cubre una proporción del gasto mayor que su participación en el consumo total (51% en 1978). En los dos rubros en que la participación del quintil más rico es menor, ello obedece a que son "bienes inferiores" (elasticidad ingreso negativa). A medida que se pasa a estratos de ingreso mayor, los televisores en blanco y negro son desplazados por los a color, y los radios portátiles por equipos modulares y radios de mesa. Este cambio en la composición del consumo se registra en niveles relativamente altos de ingreso, pues los sectores medios, en 1978, eran también consumidores intensivos de radios portátiles y televisores en blanco y negro.

**Cuadro III.4**

Distribución del consumo de bienes importables:  
principales rubros de importación no tradicional en 1978  
(porcentajes del consumo total por rubro)

Rubros	20% hogares más ricos	60% hogares medios	20% hogares más pobres
Televisores a color	100,0	0,0	0,0
Automóviles	98,6	1,4	0,0
Whisky importado	94,0	6,0	0,0
Cigarrillos importados	92,0	8,0	0,0
Cassettes	72,8	26,8	0,4
Raquetas de tenis	71,8	28,2	0,0
Licadoras, batidoras y moledoras eléctricas	71,8	28,2	0,0
Motos	65,3	34,7	0,0
Relojes	59,7	34,7	5,6
Juguetes	56,1	41,4	2,5
Equipos modulares, tocadiscos y grabadoras	51,3	48,5	0,2
Radios portátiles	32,9	57,8	9,3
Televisores en blanco y negro	18,8	71,2	10,0
<i>Participación por estrato en el consumo total</i>	<i>51,0</i>	<i>43,8</i>	<i>5,2</i>

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas, III Encuesta de Presupuestos Familiares, Volumen III, Santiago, mayo de 1979. Se incluyen solamente aquellos productos que se logró identificar en la encuesta como de importación "no tradicional". Comprenden el consumo de producción nacional e importada, salvo que se especifique lo contrario.

### 3. EFECTOS GLOBALES DE LA LIBERALIZACIÓN SOBRE LA INDUSTRIA

La evaluación de los efectos del proceso de liberalización es indudablemente compleja. Primero, los efectos de cada una de sus fases parecen haber sido muy diferentes entre sí. Segundo, numerosos otros cambios significativos tuvieron lugar simultáneamente con la liberalización. Por una parte, cabe mencionar la depresión de la demanda agregada y de los salarios, la elevada desocupación y la baja inversión en capital fijo, que son determinantes de la naturaleza del proceso de ajuste. Por otra parte, la expansión de las exportaciones, que se inició antes de que la liberalización fuese sustantiva, contribuyó a cierta recuperación del nivel de actividad y a ofrecer oportunidades de inversión en el sector.

En la primera parte de esta sección se examina la evolución global del sector industrial. En la segunda, se profundiza en un análisis desagregado.

#### a) Efectos macroeconómicos

Aquí examinaremos la evolución global del sector industrial sobre la base de los índices de producción, valor agregado y empleo. La información correspondiente aparece en el cuadro III.5.

La producción industrial fue afectada drásticamente por la recesión económica de 1975. En este año, la producción aportada por el sector descendió 26%, en tanto que el PIB lo hizo en 17%. Como era previsible, la recuperación posterior fue más acentuada en el sector en referencia, por lo cual mostró tasas de "crecimiento" elevadas en 1977-79. Sin embargo, en 1981, más de ocho años después de la aplicación del modelo económico ortodoxo, el valor agregado industrial per cápita era aún 18,5% menor que en 1973, como puede apreciarse en el cuadro III.5.

El insatisfactorio comportamiento de la producción industrial significó que su participación en el PIB descendiera notoriamente: desde 26% en 1970 a 20% en 1981. Este deterioro se manifestó también, en la ocupación industrial: desde 1975, ésta permaneció a niveles notoriamente inferiores a los de

1970<sup>12</sup>. Esto obedeció en parte a la pérdida de posición relativa de actividades intensivas en mano de obra, tales como las del sector textil y prendas de vestir; pero también descendió el empleo en las ramas cuya producción bruta aumentó; recuérdese que el valor agregado por unidad de producción bruta descendió, lo que naturalmente reduce la demanda por trabajo.

El cuadro III.5 contrasta además la evolución del sector manufacturero de Chile con el conjunto de países desarrollados y con los países en desarrollo.

En consecuencia, la evaluación de los antecedentes disponibles descarta los planteamientos sobre un presunto dinamismo del sector. De hecho, en términos de producción y empleo global, el comportamiento de la manufactura fue deficiente entre 1973 y 1981; luego de la caída espectacular de 1975, logró una fuerte recuperación entre 1977 y 1979, perdiendo velocidad en 1980 y retrocediendo en 1981. Evidentemente, la invasión de bienes de consumo importados en 1980-81 fue determinante de su "pobre" desempeño en este bienio. Pero los antecedentes confirman de manera irrefutable que el deterioro más intenso se había registrado con anterioridad. El atraso cambiario de 1979-81 obstaculizó la recuperación del sector. Por último, sin haber retornado aún a los niveles de 1973 y 1974, según cifras del propio Banco Central, el sector volvió a sufrir otra caída espectacular, de 21%, en 1982.

Es ilustrativo evaluar comparativamente la evolución del sector manufacturero respecto de su comportamiento en los sesenta. Para iniciar la estimación, suponemos que la capacidad productiva se utilizó "normalmente" en 1974; a partir del valor efectivo en 1974, se aplicó la tasa de crecimiento histórico

---

12 Existen varios estudios que sostienen que la industria no fue afectada negativamente por la liberalización comercial. Algunas causas de esa conclusión tan opuesta a evidencia apabullante es que la comparación, i) se inicia en 1975, luego de la gran caída en ese año, ii) se centra en los ochenta y asociando su desempeño a la liberalización, ignorando que en los ochenta hubo reintroducción de protección arancelaria y cambiaria (véase el cap. VIII).

## CUADRO III.5

Producción manufacturera: Chile y el resto del mundo, 1974-82  
(índices, 1973=100 y % del PIB)

Año	Valor agregado manufacturero (VAM)			Chile		
	Países industrializados (1)	Países en desarrollo (2)	VAM (3)	VAM por habitante (4)	Empleo industrial (5)	VAM (% del PIB) (6)
1974	100,1	106,3	99,1	97,5	97,5	25,4
1975	91,8	108,1	73,0	70,6	88,8	22,4
1976	100,1	116,7	74,9	71,4	86,1	22,1
1977	103,7	125,3	79,9	75,1	87,1	21,7
1978	107,9	133,6	85,0	78,8	88,8	21,8
1979	113,3	139,7	91,0	83,1	88,2	21,6
1980	112,3	146,8	93,3	83,9	88,8	20,9
1981	112,8	147,0	92,1	81,5	87,3	19,7
1982	108,5	149,6	72,8	63,4	71,0	19,6

**Fuente:** Para Chile, cálculos basados en datos del Banco Central, Jadresic (1986), y Marcell y Meller (1986); para los países en desarrollo e industrializados, Naciones Unidas, *Monthly Bulletin of Statistics*, mayo de 1983.

del valor agregado industrial en la década de los sesenta (5,9% anual)<sup>13</sup>, para así obtener los valores hipotéticos de tendencia de la producción del sector. Este procedimiento implica que la capacidad de producción utilizable en 1974 era 5% menor que en 1971. Puesto que la inversión fue baja en el período 1971-73 y se desarticuló gravemente la organización del sector con algún deterioro irre recuperable, parece razonable suponer cierto descenso de la capacidad productiva. Sin embargo, las aseveraciones de que la industria estaría “destruida” en 1973 son desmentidas por el desempeño de la producción inmediatamente después del golpe: no hubo “destrucción” en general, pero sí se dejó de crecer en 1971-73 y se registró una pérdida de producción acumulada respecto de la tendencia, según los supuestos explicitados, entre

13 Como la producción de 1970 fue inferior a la “normal”, en parte debido a los efectos que la elección presidencial ejerció sobre la actividad y las ventas en la economía interna, la tasa de aumento “normal” se usó para estimar la producción hipotética de 1970, a partir de la producción efectiva del año precedente. El método parece no dar una sobreestimación, pues la producción efectiva de 1971 supera en 3% la cifra normalizada de este año.

11 y 14% del valor agregado en 1973. Este es uno de los costos del desorden, indisciplina y desequilibrios macroeconómicos predominantes en ese trienio.

Retornemos ahora a 1974. El método consistente en tomar el nivel efectivo de la producción industrial en 1974, como representativo de su nivel "normalizado", subestima claramente la capacidad de producción existente entonces, pues la restricción excesiva de la demanda agregada ya estaba en operación en el segundo semestre de ese año, afectando negativamente el nivel de producción anual<sup>14</sup>. Ello se constataba, aun cuando no en toda su magnitud, al observar que entre octubre de 1973 y septiembre de 1974, esto es, durante el primer año del nuevo gobierno, la producción industrial fue 3,4% mayor que durante el año calendario 1974.

A partir de mediados de 1974, e incluso hasta 1981, el sector operó bajo su capacidad productiva y notablemente por debajo de su tendencia histórica: las pérdidas de producción obedecen a una serie de causales. La pérdida de 1975 se debe predominantemente a la restricción de la demanda agregada que llevó a la profunda recesión de ese año<sup>15</sup>; en cambio, en 1977-81 responde principalmente i) al cambio de la composición de la demanda, inducida por la liberalización indiscriminada de las importaciones (sin gradualidad ni compensación cambiaria), y por la concentración del ingreso, y ii) a la baja inversión nacional producto del entorno macroeconómico inestable y recesivo, y de las altas tasas de interés (Mizala, 1992; Agosin, 1998). En el sector, los impulsos

---

14 A ello se sumó el notable descenso de las remuneraciones registrado en 1974: según las encuestas de enero, abril y julio realizadas por el INE, el deterioro es de 16% respecto de los mismos meses de 1973. Esto impactó fuertemente a sectores productores de bienes demandados intensivamente por consumidores de ingresos medios y bajos, como el sector textil y de prendas de vestir (Scherman, 1980).

15 La restricción de la demanda agregada estuvo asociada, en parte, al deterioro de los términos del intercambio y de la situación de la balanza de pagos registrados a partir del segundo semestre de 1974 (véase el cap. V). El deterioro de la relación de intercambio equivalió a 6% del PIB en 1975 respecto de 1972. Por otra parte, no debe olvidarse que el deterioro de 1975 siguió a un alza fuerte de 5% en 1973-74. En efecto, durante el primer año de aplicación de la nueva política económica, el precio del cobre fue extraordinariamente elevado, pero los ingresos extraordinarios se gastaron a medida que se recibían.

negativos por desustitución fueron notablemente mayores que los que los impulsos positivos por especialización y dinamismo exportador. En promedio, en 1975-81 la producción efectiva fue inferior a la "normal" o de tendencia en cerca de 25%<sup>16</sup>. La brecha o pérdida, medida en la forma descrita, es de una magnitud notable: el menor valor de la producción, entre 1975 y 1981, alcanzó un total acumulado equivalente al doble de la producción de 1981<sup>17</sup>.

Es indiscutible que la liberalización de las importaciones no "destruyó" la industria nacional, así como tampoco estaba "destruida" en 1973, pero sí contribuyó al pobre desempeño global exhibido por el sector, y por la economía chilena en su conjunto, entre 1973 y 1981. La capacidad productiva del sector fue seriamente dañada, muchas firmas murieron, y varias áreas de producción prácticamente desaparecieron. Los antecedentes que siguen prestan apoyo adicional a esta interpretación.

#### **b) Efectos sobre la estructura de la producción industrial**

La composición de la producción industrial cambió significativamente durante el transcurso de los años setenta. Por lo tanto, para detectar con mayor precisión el impacto probable de la liberalización de las importaciones sobre el sector, examinaremos el comportamiento de las diversas agrupaciones en que se divide la producción.

La interacción del sector industrial con el intercambio externo se aprecia en la evolución global de las exportaciones e importacio-

---

16 Estimaciones realizadas en base al índice de la SOFOFA, desagregado por agrupaciones (a tres dígitos de la CIIU rev) mostraban que, siguiendo el método de "máximos históricos" por bimestres móviles, la capacidad de producción superaría en 37% la efectiva de agosto de 1978 (Ramos, 1978). Véanse también SOFOFA (1977 y 1978) para estimaciones de la capacidad instalada no utilizada, según encuestas a empresarios realizadas en octubre de 1977 y agosto de 1978. Cabe destacar que el índice de producción efectiva del periodo octubre 1973-septiembre 1974 fue 10% mayor que en 1978.

17 Nótese que no incluimos la caída de 21% en 1982. El libre comercio debía reducir, presumiblemente por un lapso extenso, el ritmo de expansión de la manufactura, pero ello debía ser más que compensado por el crecimiento del resto de la actividad económica. Lo segundo no ocurrió, pues el PIB por habitante creció entre 1974 y 1981 a la mitad de la tasa registrada en los años sesenta.

nes de manufacturas. Las exportaciones se expandieron significativamente desde 1974, hasta llegar a representar un 10% del valor (bruto) de la producción del sector en 1981, en tanto que las importaciones representaron 35%; las cifras de 1969-70 fueron 3% y 17%, respectivamente. Es sabido que el comportamiento de las exportaciones no está unido, en forma unívoca e indisoluble, a la política de importaciones que se aplique; a mayor abundamiento, la promoción de exportaciones puede ser plenamente compatible con una política de sustitución de importaciones selectiva<sup>18</sup>. El contundente ejemplo de los países de Asia oriental, como la República de Corea y Taiwán, es irrefutable. Por ello, los efectos de ambas políticas sobre la producción nacional son susceptibles de un análisis por separado.

La información desagregada en 29 agrupaciones (CIU, rev. 2, tres dígitos) compara el promedio de 1969-70, como base, con 1978; esto es, antes de la congelación del tipo de cambio en 1979. La información muestra que la composición del consumo, producción e intercambio comercial han experimentado cambios sustanciales durante el decenio (véase Vergara, 1980). En primer lugar, el comercio exterior muestra "dinamismo" en el sentido que 16 agrupaciones registran mayores exportaciones, en tanto que en 18 se incrementan las importaciones; en 10 de esos casos ambos componentes se expanden, denotando especialización intraindustrial al nivel de los tres dígitos de la información. El comportamiento descrito coincide con bajas en la producción y el consumo en 17 agrupaciones, en cada caso; en 14 de ellas ambos componentes disminuyen, sugiriendo que la depresión de la demanda interna ejerció una incidencia decisiva sobre la producción.

Al nivel de desagregación considerado, muchas agrupaciones son muy heterogéneas, en términos de la forma de producción de los bienes incluidos en cada una y de su intercambio comercial. No obstante, los antecedentes permiten esbozar algunas conclusiones (Foxley, 1982, cap. 3; Vergara, 1980).

---

18 Un recuento de diferentes experiencias nacionales aparece en Bhagwati (1978, cap. VIII); véase también Sachs (1987).



En primer lugar, sólo dos agrupaciones muestran un crecimiento de la producción asociado a las exportaciones (maderas y papel); en dos grupos desempeñan un papel significativo, aunque no tan predominante como en los precedentes (alimentos y sustancias químicas)<sup>19</sup>. A un nivel mayor de desagregación, se comprueba que una proporción muy alta de la expansión de las exportaciones se concentró en sólo 5 rubros (papel y celulosa, madera, óxido de molibdeno, harina de pescado y cobre semielaborado): en 1976 cubrieron el 58% de las exportaciones industriales, en 1978 fue 64%, y en 1981 la participación se elevó a 66%.

En lo que respecta a las importaciones, en un mayor número de agrupaciones su aumento fue significativo. Hay tres agrupaciones afectadas fuertemente por las importaciones (equipos electrónicos, material de transporte y equipo profesional); en las dos primeras el incremento de la demanda interna atenuó el impacto negativo de las importaciones sobre la producción, en tanto que en el tercero la demanda lo acentuó. En seis agrupaciones, la apertura contribuyó también al deterioro de la producción, en combinación con una influencia significativa de la reducción de la demanda interna (textiles, vestuario, cuero, derivados del petróleo, productos de barro y loza, maquinaria no eléctrica). En otras cuatro agrupaciones, la variable determinante, hasta 1978, fue la reducción de la demanda interna (calzado, imprenta y editorial, minerales no metálicos, hierro y acero). Una agrupación (otros productos químicos) exhibió aumentos notorios del consumo y de la producción, con un intercambio comercial reducido. Por último, una agrupación "buzón", como era previsible, muestra un incremento significativo de la producción, consumo, importaciones y exportaciones. Los restantes casos son de más difícil interpretación, pues los resultados dependen fuertemente de los años que se comparen y de la metodología que se utilice para comparar cada variable.

---

<sup>19</sup> Los principales productos alimenticios exportables son harina y aceite de pescado y mariscos congelados; la sustancia química predominante entre los exportables es el óxido de molibdeno.

Como se puede constatar, el comportamiento de la demanda interna tuvo un efecto decisivo sobre el nivel de producción. Ello oscurece la apreciación del impacto de la liberalización de las importaciones, al paso que su evolución contribuyó al incremento de las exportaciones de ofertas excedentes. Como es natural, a medida que la demanda interna se recuperó, el peso relativo de las diversas variables cambió. Con todo, luego de 1978, las consecuencias de la liberalización de importaciones ganaron peso, vis à vis la demanda agregada, como factor explicativo del pobre desempeño de las manufacturas. Fue claro que hacia 1978 los efectos de la política comercial todavía no se habían materializado plenamente. En ese momento, la tendencia mostrada por los datos indicaba que el crecimiento de las exportaciones perdía velocidad, mientras las importaciones, especialmente las de bienes de consumo, crecían rápidamente. Esta tendencia ya era nítida antes de que el tipo de cambio fuera congelado, a mediados de 1979. La apreciación real del peso que resultó de esta medida, reforzó los efectos rezagados de la liberalización de importaciones. El impacto negativo de las importaciones no-tradicionales aumentó su peso en relación a los efectos positivos de las exportaciones. La demanda agregada se hizo más intensiva en componentes importados, el cuántum de exportaciones no basadas en recursos naturales detuvo su crecimiento en 1980, y las importaciones (especialmente las de bienes de consumo durables, como lo muestra el cuadro III.3) crecieron incluso más fuertemente que en los dos años previos. El panorama empeoró espectacularmente más en 1981.

El sector se ajustó por tres vías frente a la competencia externa. Una fue simplemente la declaratoria de quiebra, o el cierre de plantas. En otros casos, se avanzó hacia una mayor especialización intraindustrial por dos vías: la fusión de empresas y, mediante la suspensión de líneas de producción, y hubo firmas que se transformaron en importadores de sustitutos de su propia producción anterior.

La comercialización de productos importados por parte de empresas afectadas por la liberalización, les permitió aprovechar

la ventaja que les otorgaba el conocimiento del mercado y el control de los canales de comercialización con que contaban. Esta forma de ajuste tiene varios efectos interesantes. En primer lugar, en este caso, las funciones de producción y de importación no se realizan independientemente entre sí, sino bajo una unidad de mando; por lo tanto, por algún tiempo, el factor competencia externa operaría en forma más limitada que lo que supone la teoría ortodoxa. Segundo, la actividad empresarial se inclinó más hacia la función de intermediación comercial y financiera, como lo sugiere el cambio de la composición del PIB que muestran las cuentas nacionales (véase el cuadro II.1); la brecha de divisas dejada por la asimetría de la respuesta de los productores de los sectores perjudicados y de los favorecidos por la política comercial se cubrió con un creciente endeudamiento externo. Tercero, el desplazamiento hacia la actividad importadora permitió a diversas empresas defenderse, pero repercutió negativamente sobre el empleo; como es obvio en estas condiciones, las plazas de empleo productivo disminuyeron por unidad de ventas, e incluso lo hicieron por unidad de producción<sup>20</sup>.

#### 4. ELEMENTOS PARA UNA EVALUACIÓN

En esta sección final se presenta un breve resumen de los efectos macroeconómicos de la política comercial sobre la balanza de pagos. En seguida se plantearán algunas reflexiones sobre los efectos que aquellas políticas habrían provocado en la eficiencia, dinamismo y competitividad de la economía chilena.

##### a) Balanza de pagos y cuenta corriente

Prácticamente la totalidad de las operaciones de intercambio con el exterior se expandió durante estos años, en particular en rubros de importación y exportación no tradicionales (cuadro III.6). El

---

<sup>20</sup> Este fenómeno se puede evaluar, desde la perspectiva microeconómica, como un aumento de la productividad. Pero él tiene consecuencias negativas, sociales y económicas, cuando obedece i) a una reducción mayor del empleo que de la producción, en vez de un incremento mayor de ésta que de aquél; y ii) se realiza en un contexto de desempleo amplio en toda la economía.

quantum de las exportaciones registró un comportamiento notablemente dinámico. Luego de un salto brusco y diversificación en 1974-76, siguieron expandiéndose hasta 1980. Un tipo de cambio alto inicialmente, mayor disponibilidad de insumos importados, una economía recesionada y un impulso hacia una "mentalidad exportadora" fueron factores claves. Indudablemente fue el sector productivo dinámico de la economía chilena. Las exportaciones proveyeron un impulso al alicaído sector agrícola, pero el efecto neto fue limitado porque luego de la "disciplinización" del sector en 1974, el crecimiento entre 1974 y 1981 fue de apenas 2% anual. La vigorosa agricultura de exportación, principalmente frutera y forestal, convivió con la tradicional que cayó espectacularmente (en particular cereales, remolacha y semillas oleaginosas).

La expansión de las importaciones manufacturadas y totales fue aún más intensa que la de las exportaciones, por lo cual se registró un déficit comercial creciente; el deterioro fue muy marcado entre 1976 y 1981 (véase el cuadro III.6).

Ese deterioro del balance comercial se registró no obstante la contracción de las importaciones de bienes de capital, que perdieron 10 puntos porcentuales en el total de las importaciones. Se situaron en apenas un 11% en 1981, a pesar de que Chile dependía casi totalmente de ellas para su inversión en equipos y maquinaria.

Por otra parte, el déficit comercial se elevó también por un precio del cobre<sup>21</sup> que se situó en un nivel inferior en un quinto a la cotización "normal"<sup>22</sup>. No obstante, el ingreso neto de divisas por concepto de las exportaciones de cobre experimentó un comportamiento más favorable en virtud de dos factores. Por una parte, las inversiones realizadas entre 1967 y 1970 permi-

---

21 Un tercer componente, que tuvo un cambio notable, es el molibdeno, subproducto del cobre, cuyo precio subió ostensiblemente, sextuplicándose durante el decenio de 1970. El mayor valor real exportado (incluyendo óxido y ferromolibdeno) permitió financiar el 46% del mayor gasto en importaciones de petróleo y lubricantes.

22 Véase una discusión metodológica sobre el precio "normal" del cobre en Ffrench-Davis (1973, cap. IV) y Ffrench-Davis y Tironi (1974).

tieron un aumento de la producción de 50% inmediatamente después de 'impuesta la disciplina' en las empresas cupreras. Por otra parte, la nacionalización de la gran minería realizada en 1971, posibilitó una mayor captación de la renta económica de los ricos yacimientos chilenos; estos dos efectos positivos son "permanentes", en tanto que la baja del precio presumiblemente era "transitoria".

El déficit en cuenta corriente, que registró en 1981 un monto efectivo equivalente a 1,2 veces las exportaciones, fue cubierto con ingresos extraordinariamente altos de capitales foráneos. El cuantioso ingreso de capitales, captados principalmente por el sector privado, aparte de cubrir el déficit en cuenta corriente, permitió acumular reservas internacionales muy significativas (cuadro III.6); en el intertanto la deuda externa se acumulaba vertiginosamente, hasta alcanzar a 71% del PIB en 1982, cuando explotó la crisis de la deuda (ver caps. V y VI).

**Cuadro III.6**  
Balanza de pagos, 1973-82  
(millones de US\$ de 1977)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
I. Saldo de la cuenta corriente	-442	-256	-535	160	-551	-960	-925	-1.361	-3.213	-1.600
a) Balanza comercial	32	434	76	693	34	-376	-276	-527	-1.817	43
-Exportaciones	1.968	2.612	1.734	2.282	2.185	2.171	2.984	3.250	2.605	2.573
Cobre	1.577	1.971	947	1.330	1.161	1.076	1.469	1.467	1.180	1.170
No Cobre	391	641	787	962	1.024	1.096	1.515	1.782	1.425	1.403
-Importaciones	-1.936	-2.179	-1.657	-1.588	-3.151	-2.547	-3.260	-3.777	-4.422	-2.529
b) Servicios no financieros	-328	-478	-313	-212	-295	-214	-186	-269	-476	-385
c) Servicios financieros	-165	-225	-310	-352	-365	-432	-525	-642	-994	-1.334
2. Transferencias unilaterales	20	13	11	30	75	62	62	78	74	76
II. Ingreso neto de capitales <sup>a</sup>	507	94	305	143	669	1.589	1.740	2.220	3.259	791
III. Saldo de la balanza de pagos	65	-163	-230	303	118	628	815	859	45	-809

Fuente: Cálculos elaborados en base a datos del Banco Central, Balanza de pagos. Las cifras en dólares corrientes se deflactaron por el índice de precios externos (IPE), construido en French-Davis (1984).

<sup>a</sup> Incluye errores y omisiones.

Frente a la evolución del sector, las autoridades sostenían dos afirmaciones valederas pero con una interpretación errada de su significación. Se decía que si el Banco Central liberase el tipo de

cambio, éste se apreciaría fuertemente. Evidentemente habría sido así, lo que comprueba que la flexibilidad cambiaría frente a un shock de capitales como en 1977-81 resulta fatal; un mal menor fue fijar el tipo de cambio en \$39, pero lo eficiente habría sido frenar el ingreso de fondos y conducir una devaluación real para guiar la reconversión productiva. El otro punto era que el exceso de importaciones se frenaría espontáneamente; ello tiende a ser así pero sólo en rubros durables y demorarse, dejando un saldo elevado de deuda acumulada. Por otra parte, como el tipo de cambio seguía apreciándose hasta 1982, estimulaba cada vez más un gasto mayor en importaciones y desplazaba a la producción nacional y al ahorro interno. Como se subraya en otros capítulos, el déficit en cuenta corriente de 21% del PIB revelaba un desequilibrio absolutamente insostenible. Esos efectos dejaron huellas indelebles por un prolongado plazo.

#### **b) Eficiencia, dinamismo y competencia**

La concepción teórica en que se sustentaba la reforma era que el juego del mercado, libre de interferencias estatales, asignaría eficientemente los recursos según las 'ventajas comparativas'. Esta versión implicaba una concepción idealizada y simple de las ventajas comparativas. En efecto, las ventajas comparativas de mercado dependen del nivel y estabilidad del tipo de cambio, del grado de actividad de la economía nacional y de la internacional, de las fluctuaciones de los precios en los mercados externos, y de otros factores, tales como capital de largo plazo, infraestructura y capacitación laboral. A su vez, las ventajas comparativas de mercado difieren de las sociales, debido a los desequilibrios y distorsiones característicos de las economías en desarrollo; las diferencias pueden ser notables en un país enfrentado a un violento cambio de la política económica, con desocupación elevada. Las distorsiones en la transición hacia un nuevo equilibrio, pueden ser de gran significación.

##### *i) El marco macroeconómico y la eficiencia*

La eficiencia de cualquier medida económica depende del contexto en que se aplica. La coyuntura económica del período 1974-

81 fue relativamente propicia para la promoción de exportaciones, en cambio, constituyó un factor desfavorable para políticas liberalizadoras de las importaciones.

La expansión y diversificación de las exportaciones inicialmente dio salida a excedentes de producción que de otra manera no habrían tenido colocación. En efecto, la excesiva restricción de la demanda interna, en particular durante el período comprendido entre mediados de 1974 y 1976, dejó a una proporción significativa de las actividades económicas nacionales con capacidad productiva subutilizada. La concurrencia paralela, en los primeros años, de un tipo de cambio real depreciado, el acceso al mercado andino y los esfuerzos de Pro Chile, dieron salida a cierta proporción de aquellos excedentes de producción. Posteriormente, se ampliaron capacidades productivas, y se explotaron recursos naturales tradicionales y no tradicionales, estimulados por el desarrollo previo, en los años sesenta, de capacidades en los sectores forestal, frutícola y pesquero, por el tipo de cambio aún elevado y la liberalización acelerada de insumos importados, hasta que a inicios de los ochenta el atraso cambiario indujese a un retroceso exportador. A grandes rasgos puede sostenerse, entonces, que la expansión de las exportaciones no tradicionales permitió acrecentar la eficiencia de la asignación de recursos, principalmente mediante el aumento de la tasa de utilización de capital y mano de obra y el aprovechamiento de ventajas comparativas naturales o ya adquiridas.

La situación respecto de las importaciones fue precisamente la opuesta. En efecto, si un proceso de liberalización del comercio exterior es excesivo, demasiado rápido o se realiza en un momento inoportuno, provocará cierres prematuros o innecesarios de empresas, la subutilización del capital y trabajo, y el desaliento de la inversión. Por lo tanto, para evaluar los efectos de la política que soportó la economía chilena, es necesario distinguir entre las diferentes etapas de la liberalización y considerar el contexto macroeconómico en que se efectuó.

En una primera etapa (fase I) se eliminaron niveles de protección claramente excesivos. Por lo tanto, las primeras reducciones arancelarias afectaron a márgenes de protección efectiva

redundantes, y sirvieron para limitar la capacidad del productor nacional de aplicar precios de venta con márgenes de utilidad excesivos.

En las fases II y III, las rebajas arancelarias adicionales, que disminuyeron la tasa máxima de protección nominal desde 120 a 10%, surtieron efectos mucho mayores. La parte más dolorosa de la liberalización aduanera se efectuó a una gran velocidad, y sus impulsos negativos fueron reforzados por las revaluaciones cambiarias. Esa política se realizó en el contexto de salarios deteriorados, una demanda interna muy deprimida, inversión baja y un desempleo abierto notoriamente elevado. La consideración de estos cuatro factores es decisiva para evaluar los efectos de la liberación.

En primer lugar, la restricción salarial actuó como un mecanismo de protección artificial de la producción nacional, aun cuando obviamente regresivo, que compensó el menor costo arancelario de las importaciones. De hecho, en 1976 la relación salarios/tipo de cambio se encontraba en un nivel menor a la mitad del registrado en 1970, y en 1979 sólo se había recuperado a un 64% (véase el cuadro IV.3).

Segundo, dada la profundidad que alcanzó la recesión de 1975, la recuperación de la demanda y de la producción naturalmente debía mostrar tasas altas. Como simultáneamente se realizaba la liberalización, el oficialismo interpretó, erróneamente, que ésta alentaba el incremento de la producción. Como se demostró, ocurrió lo opuesto, pues la imposición del libre comercio en aquellas condiciones macroeconómicas contribuyó a que la recuperación de la producción fuese permanentemente menor que el de la demanda agregada, tornándose ésta cada vez más intensiva en componentes importados. La recesión misma afectó negativamente la eficiencia del proceso. La subutilización de la capacidad y las exorbitantes tasas reales de interés (que promediaron del orden de 38% entre 1975 y 1982) tendieron a elevar los costos medios de producción, haciéndoles a los productores internos más difícil enfrentar la competencia externa.



Tercero, el exceso casi generalizado de capacidad instalada subutilizada desalentó la inversión interna<sup>23</sup>. También las excesivas tasas de interés reales desalentaron la inversión, y distorsionaron los precios relativos y las ventajas comparativas observadas en el mercado. El nivel de inversión menor que el histórico resultó claramente insuficiente para facilitar un ajuste simétrico, o con un balance positivo entre los impulsos negativos de los sectores que se contraían y los impulsos positivos de los que se expandían en respuesta a la reforma arancelaria.

Por último, el desempleo abierto acrecentó la brecha entre las "ventajas comparativas" de mercado y las sociales. En efecto, la existencia de un alto desempleo abierto y de un nivel anormalmente bajo de inversión, implicó que el costo de oportunidad de los recursos liberados por los sectores afectados negativamente por la apertura al exterior haya sido inferior a su precio de mercado. Con ello, muchas actividades socialmente rentables fueron a la quiebra.

En consecuencia, resultaba inoportuno efectuar un drástico desmantelamiento de la protección arancelaria, en vez de una reforma gradual y más integral, en las condiciones vigentes entonces en la economía chilena. Se argumenta por algunos propugnadores de la política oficial, que si ello no se hacía rápidamente, no sería posible realizarlo después. La respuesta a esa argumentación comprende tres partes. Primero, que rebajas tan drásticas como las realizadas desde 1975 (fases II y III) más valía no efectuarlas antes que llevarlas a cabo en medio de la depresión existente: evidentemente, la opción no era todo o nada, más aún dada la férrea represión política. Segundo, de ninguna manera debieron sobreponerse, además, las revaluaciones en ese marco recesivo y de liberalización arancelaria. Tercero, el desempleo, la inversión insuficiente y la depresión de la demanda generaron un marco real sustancialmente distinto al marco teórico en que se apoya la argumentación en favor del libre comercio. Por lo tanto, la correspondiente desustitución de importaciones

---

23 Véanse análisis del tema en Solimano (1990) y Ffrench-Davis y Reisen (1998).

previsiblemente fue mayor que la naturalmente necesaria, y fue ineficiente en muchos casos. Ni la protección excesiva ni la liberalización extrema serían la solución apropiada. No está de más recordar que también se sostenía que con libre comercio y economía privatizada, Chile quedaba mejor equipado para enfrentar crisis externas. Sin embargo, Chile sufrió en 1982 la peor crisis de toda América Latina. Con los errores y dogmatismo imperantes, la economía chilena se había tornado más, y no menos, vulnerable.

### *ii) Dinamismo y eficiencia*

Las conclusiones de los párrafos precedentes se refuerzan cuando al análisis se le incorporan aspectos dinámicos. Nos limitaremos a relacionar tres puntos, referidos al grado de simetría de los ajustes, a la tasa de inversión y a las "ventajas comparativas dinámicas".

La velocidad del ajuste en los sectores perjudicados y en los favorecidos por el cambio de las políticas de comercio exterior parece haber sido asimétrica. Presumiblemente el mensaje reasignador fue más claro para los sectores perjudicados antes que para los favorecidos, fenómeno reforzado por la depresión general de la demanda agregada y por las altas tasas reales de interés que dificultaron la prolongación de la subsistencia de las empresas afectadas, fuesen o no eficientes en condiciones "normales".

Un nivel notablemente bajo de la inversión interna bruta contribuyó a la asimetría del ajuste. Como es obvio, éste es más fácil en una economía con tasas de utilización y crecimiento elevadas. El estancamiento exhibido por la economía nacional durante el período analizado, hizo necesaria una contracción absoluta de muchos de los sectores perjudicados para que el ajuste relativo pudiera realizarse. La escasa movilidad sectorial o regional de los recursos productivos y la reducida tasa de inversión obstaculizaron la reasignación efectiva de recursos liberados; el escaso dinamismo resultante contó como compensación solamente con la expansión alcanzada por el sector exportador. Como se expuso en Ffrench-Davis, (1979 b), el sector canalizó una proporción alta de la escasa inversión interna. Esta se concentró prin-

principalmente en rubros intensivos en recursos naturales, siendo menos significativa en las actividades intensivas en valor agregado sobre el componente natural y en “ventajas comparativas adquiribles”.

De hecho, los antecedentes disponibles apoyan la hipótesis de que fue más fácil la identificación de ventajas comparativas que poseen una definida base de recursos naturales. Para las restantes actividades, los numerosos cambios registrados en la economía chilena, la deprimida demanda interna, la inestabilidad cambiaria, tasas de interés excesivas y mercados estratégicos *incompletos*, hicieron difícil identificar dónde se localizan las posibles ventajas comparativas. Lo ‘difuso’ de estas ventajas comparativas representó otro de los factores que explican la baja tasa de inversión productiva.

### *iii) Competencia y eficiencia*

Uno de los resultados que se esperaba que acarree la liberalización de las importaciones era un aumento de la “competencia” en el mercado interno. Ello se lograría a través de la presencia virtual o efectiva de los productos importables extranjeros, poniendo un tope al precio interno. Es indudable que ello sucedió en un grado significativo. Pero también se registraron desviaciones importantes respecto de las relaciones vigentes en una economía “competitiva”.

En primer lugar, una proporción significativa de las importaciones “no tradicionales” corresponde a rubros en los cuales la diferenciación de productos desempeña un papel decisivo. Por consiguiente, la competencia entre oferentes se realiza en medida importante a través de la diferenciación del producto en vez de hacerlo mediante los precios de venta; la segmentación del mercado de capitales (brechas entre tasas de interés internas y externas) aportó también un factor de “competencia” vía las condiciones crediticias de venta. Esto provoca efectos distintos a los que genera la “competencia” según la teoría ortodoxa. En segundo lugar, los canales de comercialización no son completamente abiertos; a consecuencia de ello, en diversos casos el sustituidor de importaciones se convirtió en el importador de los productos competitivos con

su actividad. En tercer lugar, la apertura al exterior promovió una mayor concentración de la gestión y propiedad de la actividad productora interna; este fenómeno fue reforzado por la depresión de la demanda agregada y por la forma de funcionamiento del mercado de capitales, otorgando una ventaja significativa a los grupos económicos ligados a actividades financieras y con acceso al crédito externo.

Por último, en los casos en que el precio interno se situó en línea con el externo, lo que tendió a acontecer con el transcurso del tiempo, en algunos rubros surgieron dos tipos de problemas: uno de liquidaciones de excedentes o saldos de temporadas por parte de los proveedores extranjeros, como sucedió respecto de la leche en polvo y artículos textiles; el otro problema estuvo ligado a las fluctuaciones pronunciadas de los precios internacionales, como fue el caso, por ejemplo, del trigo y el azúcar. La eliminación de las redundancias arancelarias, y la ausencia de mecanismos anti-dumping, salvaguardias y otros para-arancelarios estabilizadores, implicó la transmisión expedita hacia la economía nacional de los altibajos registrados en los mercados de los mencionados productos, y de muchos otros que individualmente tienen menor significación para el desarrollo de la producción nacional. Así, ésta quedó librada a las fluctuaciones de los precios internacionales y al dumping transitorio, los que inducen reasignaciones de recursos que en definitiva tienden a ser ineficientes para la economía nacional. Posteriormente, en 1984, hubo una reversión significativa de las políticas, reintroduciéndose bandas de precios y un mecanismo anti-dumping (véase el cap. VIII).

Un argumento central de la política de libre comercio se refiere a los beneficios que la competencia aportaría a los consumidores, a través de la disponibilidad de una gama más amplia de bienes, precios más bajos y mayor eficiencia. En el marco de la teoría ortodoxa del consumidor, la apertura externa se considera positiva, porque los usuarios pueden igualar su utilidad marginal al costo marginal de importación (que se supone igual al precio, por ser Chile "un país pequeño"). La diversificación del consumo es catalogada como especialmente positiva, pues incremen-

taría la libertad de elección del consumidor. *Ceteris paribus*, ello es muy válido.

Aquí cabe agregar dos comentarios; uno relativo a los efectos que provoca sobre los consumidores en su calidad de productores, y otro que se refiere al impacto en la eficiencia y nivel de la actividad económica.

Primero, durante el proceso de ajuste, la desustitución de importaciones contribuyó a acrecentar directamente el desempleo y a retardar la recuperación del nivel agregado de actividad; lo último desalentó indirectamente la inversión, con su consiguiente impacto negativo sobre la generación de nuevos empleos. Por lo tanto, los consumidores situados en los estratos de ingresos inferiores, que como se sabe son los que sufren tasas de cesantía mayores, en su dimensión de productores (trabajadores) soportaron costos muy superiores a los eventuales beneficios derivados de la diversificación de la canasta de consumo disponible en el mercado, de hecho, sólo para aquéllos con capacidad de compra.

En segundo lugar, la diversificación del consumo tuvo un impacto relativo diferenciado según estratos de ingreso, permitiendo una rápida incorporación de un pequeño sector de altos ingresos a los patrones de consumo de las economías más ricas del mundo. El fuerte incremento en la desigualdad registrado en estos años, se expresó en una notoria diferenciación de estilos de vida más que en mayores niveles de ahorro destinado a la inversión productiva; ello lo atestigua la espectacular baja ocurrida en la tasa de ahorro nacional a 8,2% del PIB en 1981 y a 2,1% en 1982. Por último, desde el punto de vista de la actividad económica, la importación indiscriminada contribuyó a la segmentación de la demanda de los bienes en los cuales la diferenciación de productos juega un papel importante. Naturalmente, ello dificultó el aprovechamiento de economías de escala por parte de los productores nacionales y elevó los costos medios de producción en la coyuntura crítica de esos años.

### *c) Conclusiones*

En definitiva, la experiencia chilena deja lecciones heterodoxas. La economía nacional disponía de márgenes de protección claramente excesivos para innumerables rubros importables; por lo tanto, se requería una significativa reducción de la dispersión y nivel de la protección efectiva. Sin embargo, la apertura fue acelerada y excesiva, se realizó en un momento inoportuno y no se coordinó con la política cambiaria. Para sumar, en vez de restar, se debió proceder gradualmente y buscar deliberadamente una complementación dinámica entre la sustitución de importaciones y la promoción de exportaciones. La positiva expansión de las exportaciones habría sido esencialmente compatible con una política arancelaria más pragmática que la implementada, y habría involucrado más sustitutos de importaciones convertidos en exportables, y una canasta exportadora más diversificada y más intensiva en valor agregado.

Faltó, como en otros terrenos de la política económica, una adaptación de las concepciones teóricas neoliberales a la naturaleza específica de la economía chilena. Por otra parte, parece indudable que, aun en las condiciones desfavorables que sufrió el mercado interno, la economía en general y el sector industrial poseen cierta capacidad de ajuste frente a cambios en los precios relativos. Al mismo tiempo, resulta claro que parte de la capacidad de respuesta, en particular del sector exportador, se basa en el progreso industrial logrado con anterioridad mediante políticas de sustitución de importaciones y el desarrollo de recursos naturales "no tradicionales" (en ese entonces como los forestales, frutícolas y pesqueros). Finalmente, la hipótesis convencional de que la apertura indiscriminada promovería la expansión de actividades intensivas en mano de obra y la contracción de las intensivas en capital, aparece por lo menos parcialmente controvertida por las características de los cambios registrados en la estructura productiva. Este desempeño, más allá de la rica dotación de recursos naturales de Chile, estaría ligado a la oportunidad en que se realizó la liberalización del comercio exterior, a la excesiva rapidez, intensidad y el carácter indiscriminado que revistió, a la pasividad impuesta sobre el sector público, y a la ausencia de una estrategia de desarrollo productivo nacional.

## CAPÍTULO IV

### LAS EXPERIENCIAS CAMBIARIAS: 1965-82\*

Chile adoptó por primera vez políticas cambiarias que pertenecen a la categoría de flexibilidad administrada, también denominada de «minidevaluaciones» o «reptante», entre abril de 1965 y julio de 1970. Cabe destacar que Chile fue el primer país en utilizar sistemáticamente una política de esta naturaleza<sup>1</sup>. Posteriormente, desde octubre de 1973 hasta junio de 1979, se implementó una segunda experiencia con este tipo de política cambiaria.

Ambas experiencias involucraron ajustes frecuentes de la cotización cambiaria, tuvieron una vigencia superior a 5 años y comenzaron a aplicarse en coyunturas de agudos desequilibrios de balanzas de pagos y considerables tasas de inflación interna. Sin embargo, se diferencian en cuanto al conjunto de políticas públicas en el cual se inserta cada una, y respecto del papel asignado al tipo de cambio, la estabilidad de la política cambiaria, la magnitud de cada uno de los ajustes nominales, y los criterios empleados para decidir la introducción de modificaciones a la tasa real.

En la sección 1 se presenta una breve discusión en torno a aspectos específicos relevantes para evaluar las políticas cambiarias en las dos experiencias. La sección 2 contiene un recuento de las principales características de las políticas aplicadas en uno y otro caso, procurando poner de relieve sus similitudes

---

\* Basado en "Las experiencias cambiarias en Chile: 1965-79", publicado en *Colección Estudios CIEPLAN 2*, diciembre de 1979, y en Williamson (1981).

1 Luego de Chile en 1965, quien denominó a su política de "tipo de cambio programado", Colombia en 1967 y Brasil en 1968, iniciaron políticas sistemáticas de ajustes cambiarios continuos y pequeños. Estas experiencias, y otras desarrolladas posteriormente en países de diferentes regiones, se examinan en Williamson (1981), quien las bautizó como "reptantes" (*crawling-peg*).

y discrepancias. Las conclusiones e interrogantes que fluyen del análisis se exponen en la sección 3.

## 1. ALGUNOS ASPECTOS PRELIMINARES

Hemos enfatizado que toda experiencia de política pública resulta difícil de evaluar porque genera efectos sobre ámbitos muy diversos y provoca consecuencias indirectas y de largo plazo cuya detección no es tarea fácil.

Tanto el marco interno como el externo ejercen una influencia significativa sobre la elección, los efectos y la interpretación

**Cuadro.IV.1**  
Indicadores macroeconómicos de Chile, 1964-82

	1964	1965	1969	1970	1972	1973	1974	1978	1980	1982
1. Índice del PIB (1970=100)										
a) Total	78,9	83,0	96,5	100,0	107,9	103,6	109,2	109,4	124,7	112,6
b) Por habitante	89,4	91,9	98,3	100,0	104,0	98,2	101,9	96,1	106,3	93,0
2. Índice del valor agregado industrial (1970=100)										
a) Total	78,8	83,8	98,7	100,0	116,9	109,3	108,3	92,9	101,9	79,5
b) Por habitante	89,2	92,8	100,6	100,0	112,7	103,6	101,0	81,6	86,9	65,7
3. Coeficiente de inversión	21,4	19,9	19,6	20,4	14,8	14,7	16,5	14,7	17,6	15,0
4. Tasa de desempleo										
a) abierto	7,0	6,4	6,0	5,9	4,0	4,8	9,1	13,8	11,7	19,6
b) con PEM	7,0	6,4	6,0	5,9	4,0	4,8	9,1	18,0	16,9	26,1
5. Tasa de inflación (dicbre a dicbre)	40,4	27,3	33,1	36,1	260,0	606,1	369,2	37,2	31,2	20,7
6. Precio real del cobre (centavos de dólar de 1977)	73,1	85,0	139,1	120,1	85,2	120,1	113,3	54,6	68,5	46,6
7. Superávit fiscal (% del PIB)	-4,0	-4,3	-0,8	-3,5	-14,1	-10,5	-6,6	2,2	5,5	-2,3
8. Balance en cuenta corriente	-312,8	-131,1	-185,4	-166,7	-689,2	-442,0	-256,2	-960,4	-1.361,0	-1.599,7
9. Saldo en balanza de pagos <sup>a</sup>	-55,6	-108,2	269,8	233,3	-411,5	64,6	-162,7	628,5	859,2	-808,7

Fuente: Líneas 1y 2 basadas en Marcel y Meller (1986). Línea 4 según Jadresic (1986). La línea 5 presenta la tasa de variación del IPC. Para 1964-69 se usó Ffrench-Davis (1973); para 1970-78 Cortázar y Marshall (1980) y para 1979-82 el índice oficial del INE. La línea 6 proviene de Ffrench-Davis y Tironi (1974) y Banco Central de Chile, deflactados por el IPE de Ffrench-Davis (1984). La línea 7 está tomada de Larraín (1991) y corresponde al gobierno general. En las líneas 8 y 9 las cifras en millones de dólares corrientes fueron deflactadas por el IPE.

<sup>a</sup>Hasta 1972 la definición de reservas internacionales incluye las reservas del sector privado; desde 1973, considera sólo las del Banco Central.



de los resultados de la política cambiaria. En el cuadro IV.1 se presentan antecedentes macroeconómicos relativos a la economía nacional en general.

El marco económico inicial de cada experiencia se caracterizó por problemas de balanza de pagos, escasez de reservas, gravosos servicios de la deuda externa, proliferación de restricciones no arancelarias, y niveles de inflación altos y fluctuantes. La mayoría de estos desequilibrios fueron mucho más severos al comienzo de la segunda experiencia, que en la primera. Al sector público le ha cabido una participación apreciable en el sector externo, papel que fue acrecentado después de la nacionalización de las principales empresas mineras de cobre, en circunstancias que este producto ha generado más del 60% de los retornos de divisas por concepto de exportaciones.

Por último, el mercado interno de capitales experimentó profundas transformaciones a lo largo de estos años. En la primera experiencia estuvo sujeto a mayores regulaciones y hubo cierto racionamiento del crédito por políticas distintas a la tasa de interés, si bien la tasa de las colocaciones bancarias fue, en términos reales, siempre positiva y moderada (véase cuadro IV.3, col. 4), alcanzando niveles cercanos al 6-10% anual establecido en las metas de políticas. En el segundo caso, el mercado interno de capitales fue ampliamente liberalizado, removiéndose por completo los controles que afectaban a las tasas de interés. La tasa real fluctuó en forma considerable, promediando 38% anual entre 1975 y 1982. Un importante segmento del mercado financiero interno operó sobre la base de períodos de 30 días (véase el cap. V).

En cuanto al contexto internacional, éste exhibió como característica básica la inestabilidad de la cotización del cobre, con un precio notablemente superior al "normal" durante la primera experiencia. Respecto del segundo episodio, el alza espectacular del precio de las materias primas en 1973-74 fue muy favorable a Chile, debido a la elevada ponderación del cobre dentro del comercio exterior del país. En el cuatrienio 1975-78, empero, la relación se invirtió, tornándose desventajosa, ya que los precios del cobre se deprimieron —situándose alrededor de un cuarto por debajo

de los niveles normales— hasta que al promediar 1979 volvieron a ubicarse sobre su línea de tendencia. Por otra parte, Chile es un importador neto de petróleo: el desembolso nacional por ese concepto se elevó del 6 al 13% del total de las importaciones entre 1973 y 1980. Finalmente, Chile hizo uso de la mayor disponibilidad de fondos de los mercados financieros internacionales. En el curso de ambas experiencias recibió un influjo de capital mayor que el requerido para financiar el déficit en cuenta corriente prevaliente (cuadro IV.1, líneas 8 y 9), lo que condujo a la acumulación de reservas (y a la correspondiente expansión de la emisión) a un ritmo mayor que el deseado por las autoridades económicas en ambas ocasiones<sup>2</sup>.

La definición utilizada aquí de tipo de cambio programado o reptante coincide con la que emplea Williamson (1981) del *crawling-peg*. Se trata de una política con una tasa nominal determinada por el Gobierno. La paridad se ajusta mediante variaciones pequeñas y periódicas, con el objeto de mantener o moverse hacia el nivel de «equilibrio». La definición de “pequeñas” implica montos reducidos de ajustes en términos de su influencia sobre los precios relativos y sobre las oportunidades de que se generen ganancias especulativas. Es evidente que mientras más alta sea la tasa neta de inflación del país, más frecuentes deberían ser los ajustes del tipo de cambio si es que se desea evitar que cada uno de éstos genere actividad especulativa e ingresos rentísticos a expensas del Banco Central.

El conjunto de políticas públicas en el cual se inserta el manejo cambiario y los objetivos específicos asignados por los respectivos gobiernos a la política cambiaria son de una importancia determinante. Cabe señalar que en ambas experiencias existió aparentemente el deseo de implementar medidas “realistas”, procurando imponer una tasa de “equilibrio” y lograr cierta mayor estabilidad en las relaciones de precios. No obstante, la interpretación acerca de lo que se entiende por “equilibrio” no fue uniforme. En la pri-

---

2 La escasa profundidad del mercado, a diferencia de los años noventa, no permitía operaciones masivas de esterilización monetaria.

mera experiencia se relacionó dicho concepto con el "equilibrio" de la cuenta corriente, estimado a partir de un precio normal, o de tendencia, del principal producto de exportación, y de un nivel de endeudamiento menor que en el régimen precedente (Ffrench-Davis y Carrasco, 1969; Ffrench-Davis, 1973).

A pesar de enfrentar presiones revaluadoras intensas, resultantes del elevado precio del cobre, la autoridad económica las resistió con convicción, exitosamente. En el período 1965-70, se logró una persistente estabilidad, con cierta devaluación real.

La segunda experiencia pareció en un comienzo orientada a conseguir que el tipo de cambio recuperara el poder adquisitivo de 1970, y luego compensara adecuadamente las liberalizaciones de las importaciones. Sin embargo, posteriormente la variación en la disponibilidad de reservas internacionales pasó a tener influencia decisiva, con lo que el manejo del precio de la divisa se transformó en una herramienta de la política monetaria, antes que en un mecanismo estable de asignación de recursos. Enseguida, en otro cambio de enfoque, el tipo de cambio fue utilizado como el principal instrumento de regulación de las expectativas inflacionarias y luego como ancla del precio de transables. El papel tan variable asignado al tipo de cambio, consecuencia de revisiones en la prioridades de política y de las restricciones (subjetivas y objetivas) que afectaban el empleo de determinados instrumentos de acción pública, se tradujo en significativos vaivenes en el tipo de cambio real (TCR)<sup>3</sup>.

## 2. EVOLUCIÓN DE LAS POLÍTICAS CAMBIARIAS

Las políticas cambiarias implementadas en Chile con posterioridad a la crisis mundial de 1929 y hasta mediados de la década del sesenta, comparten muchas características con las aplicadas en la mayoría de los LACs en el transcurso del mismo lapso.

---

3 Por TCR se entenderá el tipo de cambio bancario vendedor nominal dividido por un índice de precios internos y multiplicado por un índice de precios externos. Véase el cuadro IV. 3.

Durante largos períodos, Chile tuvo un tipo de cambio nominal fijo. La economía interna estaba afectada por una tasa de inflación persistentemente superior a la externa, por lo que el nivel real de la cotización tendió siempre al deterioro, dando origen así a recurrentes crisis de balanza de pagos. La respuesta habitual de las autoridades fue recurrir a diversas prácticas restrictivas, evitando introducir modificaciones a la paridad cambiaria; pero tarde o temprano se hacía inevitable alterar esta relación. Algunas veces se decretó la devaluación (aumento) de un tipo único. En otras oportunidades se crearon cotizaciones múltiples, fijándose niveles más elevados para los grupos de bienes considerados “no prioritarios”, categorías cuya cobertura estaba, por lo demás, en constante revisión. Hubo ocasiones en las que, aparte de la vigencia de gravámenes arancelarios diferenciados y de restricciones de carácter cuantitativo, coexistían varios cientos de tasas múltiples, las cuales cubrían rangos tan amplios como una relación de uno a quince entre la mínima y la máxima<sup>4</sup>. Esporádicamente se establecieron tipos de cambio libres que cubrían la totalidad del mercado o sólo segmentos de él, los cuales, en realidad fluctuaban libremente (e intensamente) o eran intervenidos extraoficialmente por el Gobierno. En unas cuantas oportunidades, la autoridad decretó series de devaluaciones de pequeña monta, aunque por períodos breves y sin una política claramente definida.

El rasgo predominante del período en referencia fue el propósito de amarrarse a una cotización nominal fija, dentro del espíritu de Bretton Woods. En realidad ésta terminó siempre modificándose, en respuesta a las crisis de balanza de pagos, con devaluaciones masivas e inestabilidad de la cotización real.

#### **a) La política cambiaria “programada” en 1965-70**

En 1962, la economía chilena afrontó una aguda crisis de balanza de pagos, al cabo de tres años de vigencia de un tipo de cambio nominal fijo y de una significativa liberalización del intercambio y de los flujos de capital. A la mantención del valor nominal de la

---

4 Las políticas aplicadas en el período 1952-70 se analizan en French-Davis (1973, cap. IV).

divisa se le asignó un importante papel como ancla de expectativas antiinflacionarias; de hecho, logró ese objetivo y jugó un papel decisivo en la estabilización de los precios internos entre 1959 y 1962. Pero al producirse finalmente la modificación de aquella paridad, el efecto expectativas cambió de signo, con una repercusión intensa, toda vez que los ajustes cambiarios fueron considerables (devaluaciones de 72% entre octubre de 1962 y enero siguiente). La devaluación se había hecho inevitable ante la concurrencia de tres factores: las exportaciones se habían expandido mucho menos que lo esperado, mientras que en las importaciones se daba el fenómeno contrario; y los flujos de capital, que habían servido para cubrir las crecientes brechas tanto en la cuenta corriente como en el presupuesto fiscal, declinaron en 1961. Al producirse la devaluación, el tipo de cambio cuyo congelamiento había contribuido hasta entonces a reprimir las alzas de los precios internos, abrió camino a un severo recrudecimiento del proceso inflacionario (que saltó de 9% en 1961 a más de 40% anual en 1963 y 1964).

**Cuadro IV.2**  
Ajustes nominales del tipo de cambio, 1965-76<sup>a</sup>

Fecha	Número de ajustes	Números de días (promedio) entre ajustes	Tasas (%) de ajuste		
			Máxima	Promedio	Mínima
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1965 (mayo-dic)	8	30,0	2,9	1,52	0,4
1966	12	30,4	2,3	1,75	1,2
1967	16	22,8	2,4	1,78	0,7
1968	24	15,3	1,9	1,17	0,8
1969	19	19,2	1,7	1,40	0,8
1970 (enero-jul)	12	17,6	1,9	1,71	1,4
1973 (octubre-dic)	3	30,7	19,3	9,00	1,8
1974	24	15,2	15,9	7,16	3,3
1975	26	14,0	18,2	6,06	1,8
1976 <sup>b</sup> (enero-jun)	18	10,1	-10,1	3,35	0,9

Fuente: Banco Central, *Boletín Mensual*, varios números.

<sup>a</sup> Tipo bancario a futuro. <sup>b</sup> A partir de junio de 1976 los ajustes se efectuaron diariamente.

La política cambiaria que se adoptó en 1965 estuvo influida, también, por otros dos elementos del contexto inicial. Por una parte, se habían registrado grandes flujos especulativos de capital, acompañados de cuantiosas ganancias de capital para los agentes económicos que habían sido capaces de «prever» el estallido de la crisis de 1962. Por otra parte, en 1961 se había establecido un régimen cambiario dual, con un mercado de corredores para las divisas relacionadas con actividades turísticas, diversos servicios y flujos de capital financiero. El acceso a este último mercado, lo mismo que la determinación del precio de la divisa de corredores, fue libre. La tasa cambiaria correspondiente experimentó intensas fluctuaciones, hasta que fue puesta de facto bajo control del Banco Central permaneciendo entonces congelada hasta fines de 1964. En consecuencia, la revisión de los acontecimientos recientes llevó a concluir que tanto una política de tipo de cambio congelado como de tasa libre acusaban un comportamiento desestabilizador y distorsionador de la asignación de recursos (Ffrench-Davis, 1964).

En noviembre de 1964 se inició un nuevo período presidencial de seis años. Las autoridades económicas habían diseñado un programa destinado a reducir gradualmente la tasa de inflación, que a octubre de 1964 bordeaba el 50% anual. Se estimó, entonces, que aun cuando en constante disminución, el fenómeno iba a persistir durante varios años, registrando intensidad apreciable. Por otra parte, el nuevo régimen deseaba proseguir, en una forma más planificada, la sustitución de importaciones y la expansión y diversificación de las exportaciones, y evitar los flujos especulativos y los efectos traumáticos de las crisis de balanza de pagos sobre la economía, las cuales habían constituido un fenómeno recurrente en el transcurso de los diez años anteriores (Ffrench-Davis, 1964; y 1973, p. 98; Molina, 1972). Sin embargo, no existía consenso en lo relativo a la naturaleza de las políticas de comercio exterior que era necesario aplicar para la consecución de tales objetivos. El debate al interior del Gobierno acerca del diseño de la nueva política cambiaria demoró algunos meses, comenzando a aplicársela en abril de 1965.

Se optó por una política de tipo de cambio “programado”. Se estableció que el tipo de cambio sería anunciado periódicamente por el Banco Central, efectuándose en cada oportunidad pequeños ajustes hacia arriba. El propósito era disponer de un tipo de cambio real relativamente estable, evitando saltos bruscos, con el objeto de suministrar señales orientadoras para la asignación de recursos y evitar ganancias especulativas de capital y shocks agudos a la economía nacional<sup>5</sup>. La tendencia de la tasa real dependería de las perspectivas de mediano y largo plazo que enfrentara el sector externo chileno (Ffrench-Davis y Carrasco, 1969).

El nuevo esquema mantuvo la existencia de tres tipos de cambio: uno, el principal, que regía para el grueso del comercio (tasa bancaria a futuro); otro, válido para las empresas de la gran minería del cobre, en ese entonces de propiedad extranjera (tasa bancaria contado), y un tercero para el turismo, movimientos de capital financiero y diversos servicios (tipo de cambio de corredores).

El tipo bancario a futuro funcionaba de manera tal que en cada transacción el flujo de fondos internos (pagos efectuados por los importadores y pagos recibidos por los exportadores) ocurría alrededor de dos meses antes que su contraparte en divisas, al tipo de cambio vigente al iniciarse el trámite. En consecuencia, se eliminaba el “riesgo cambiario” por ese lapso, y los importadores concedían un préstamo libre de interés en favor de los exportadores. El valor presente del componente a futuro ascendió aproximadamente a un 2%, a lo que habría que agregar el efecto “disponibilidad de crédito” en un mercado financiero algo restringido y segmentado como era el de la economía chilena (Ffrench-Davis, 1973, cap. V).

El tipo de cambio bancario contado exhibió tradicionalmente un nivel inferior al de la cotización a futuro, con el objeto de gravar en forma indirecta la renta económica que era captada por

---

5 Se pensaba que el tipo de cambio influenciaba los precios internos en proporción directa a su incidencia sobre los costos de la oferta interna de bienes y servicios; se suponía que efectos inflacionarios mayores estaban asociados a devaluaciones masivas, a través de su impacto sobre las expectativas. Cabe señalar que los bienes exportables poseían una participación poco significativa en el gasto interno.

los inversionistas extranjeros del cobre. Esta tasa empezó a ser aumentada en forma gradual, de manera de reducir la brecha existente con la tasa principal. La medida formó parte de un acuerdo suscrito entre el Gobierno de Chile y las compañías Anaconda y Kennecott, propietarias de las principales explotaciones, con vistas a conseguir un aumento considerable en la producción de cobre, dentro de un enfoque en el que la tributación se basaría en las utilidades, antes que en un impuesto cambiario; pero la medida pretendía también inducir un incremento de la participación de los insumos de origen nacional en el proceso de producción cuprera<sup>6</sup>.

La tasa de corredores fue mantenida persistentemente a un nivel superior al bancario a futuro, procurándose que el precio implícito promedio pagado por el demandante de divisas fuera similar, tanto si las usaba para importar bienes como si las demandaba para hacer turismo fuera del país. La brecha entre ambas cotizaciones que se adoptó como referencia fue 20%, cifra que<sup>7</sup>.

Las tasas nominales fueron devaluadas una o dos veces al mes, como se aprecia en el cuadro IV.2. El alza promedio en cada oportunidad ascendió a 1,55%, fluctuando entre 0,4 y 2,9%. Al cabo de los 63 meses que estuvo en vigencia esta política, el tipo de cambio real (bancario futuro) se encontraba a un nivel 35% superior al inicial (columna 1 del cuadro IV.3.)

---

6 En Ffrench-Davis y Tironi (1974, pp. 227-32), se examina la respuesta del coeficiente de insumos nacionales/extranjeros, a los precios relativos y a las regulaciones directas. Allí se comprueba un significativo efecto de las políticas públicas sobre el mayor grado de integración de la gran minería del cobre a la economía nacional, que se logró entre 1964 y 1970.

7 Esta estimación, que se funda en los ingresos efectivos provenientes de gravámenes aduaneros, tiende a subestimar la protección nominal y efectiva promedio de que gozan los sustitutos de importaciones. La brecha entre cotizaciones se aumentó en los momentos de escasez de divisas, con el objeto de desalentar el turismo hacia el exterior y de promover el ingreso de fondos. Se suponía, correctamente, que estos cambios de corto plazo no surtirían los mismos efectos nocivos que variaciones de la tasa bancaria podrían provocar sobre la asignación de recursos.



La principal variable que se tuvo en cuenta para guiar los ajustes en el tipo de cambio nominal fue la tasa de inflación interna esperada. En cuanto a las variaciones reales, el propósito de las autoridades fue elevar el poder adquisitivo del tipo de cambio. Primero, para reducir la acelerada alza que había registrado en la década precedente el endeudamiento externo; segundo, porque se proyectaba reducir la protección promedio a los sustitutos de importación, lo que requería un ajuste compensador en el tipo de cambio<sup>8</sup>; y, tercero, como incentivo a las exportaciones no tradicionales<sup>9</sup>.

La trayectoria del tipo de cambio real en el sexenio 1965-70 estuvo determinada por tres factores principales: la tasa de inflación mundial; un problema de balanza de pagos anticipado en 1967 por las proyecciones de los expertos gubernamentales, y el comportamiento del precio del cobre y de los flujos de capital.

La existencia de inflación externa –del orden del 2,4% anual en promedio para ese período– fue la principal variable que contribuyó a una devaluación real a través de todo el período. El déficit de balanza de pagos visualizado en 1967 viabilizó una fuerte depreciación real. Como parte de su política económica, el Gobierno había mejorado y extendido un sistema de proyecciones periódicas sobre movimientos de reservas, registros de importación y cuenta corriente. Estas proyecciones advirtieron que se avecinaba un desequilibrio, cuya superación requería la aplicación de una serie de medidas. Las que se pusieron en vigen-

---

8 La mayor parte de las prohibiciones y de los depósitos de importación fue suprimida; asimismo, se inició una racionalización arancelaria, que implicó una disminución significativa de redundancias arancelarias y una reducción de la dispersión y del promedio de la protección efectiva (Ffrench-Davis, 1973, pp. 96-116).

9 Sin contar con los antecedentes empíricos disponibles hoy, en la gestión de la política cambiaria, estuvo presente la idea de que una tasa real estable y creciente era importante para la diversificación de las exportaciones y para la integración con el desarrollo productivo, en especial de la industria sustituidora de importaciones. Véase Ffrench-Davis (1973, p. 108 y 110).

cia a mediados de 1967 (Ffrench-Davis, 1973, p. 104) contemplaron una reducción del gasto fiscal y un aumento más rápido del tipo de cambio real (con ajustes más frecuentes), que fue incrementado 12% entre julio de 1967 y febrero de 1968, registrándose un aumento más acelerado en el caso del de corredores. La devaluación real ayudó a superar el desequilibrio de la balanza de pagos, moderando así el shock correspondiente sobre la actividad económica. Esta coyuntura señaló que la adopción de la nueva política cambiaria había logrado sacar al tipo de cambio de su papel tradicional de gran formador de expectativas inflacionarias en las situaciones críticas.

A partir de 1968, y por el resto de este período, la balanza de pagos acusó considerables superávits debido al alza que experimentó el precio del cobre, producto que representaba cerca de las dos terceras partes de las exportaciones chilenas, y al incremento de la participación gubernamental en la renta generada por la explotación de este recurso. Ello indujo también una mayor afluencia de capitales de corto plazo, asociada a los inicios de la oferta de eurodólares a países en desarrollo "exitosos". El flujo fue alentado por la acumulación de reservas y el buen precio del cobre, por la mayor capacidad de pago de Chile y por la relativa escasez de crédito interno. Obviamente, el Gobierno fue objeto de fuertes presiones, tanto en su seno como, principalmente, desde fuera de él, para que congelara el tipo de cambio. No obstante, con una notable responsabilidad, las autoridades económicas lograron mantener el mejoramiento real alcanzado en 1967-68, y elevarlo al continuar con las devaluaciones periódicas de la divisa a un ritmo similar al de la tasa interna de inflación y ganar el diferencial por la inflación externa.

Dado el superávit en balanza de pagos y la naturaleza y fuerza de las presiones contra la política en boga, es probable que las expectativas cambiarias predijesen una reducción de la cotización real; ello, junto con la natural brecha real entre las tasas interna y externa de interés, habría sido uno de los incentivos que dieron lugar a un voluminoso ingreso de capital financiero entre 1968 y 1970.

**Cuadro IV.3**  
 Tipo de cambio, salarios y tasas de interés, 1965-82  
 (promedios de cada período)

	Índice de tipo de cambio real (1970=100)	Índice de salarios reales (1970=100)		Tasa de interés real (%)
		Deflactado por tipo de cambio	Deflactado por IPC	
	(1)	(2)	(3)	(4)
1965	80,1	84,1	67,3	-0,5
Abril	77,8			
1966	84,2	89,6	75,4	8,8
1967	91,0	94,2	85,7	10,8
1968	95,6	89,5	85,6	6,5
1969	99,0	92,8	91,8	5,6
1970	100,0	100,0	100,0	6,9
Julio	104,7			
1973	83,9	56,0 <sup>a</sup>	78,3 <sup>a</sup>	n.d.
Octubre	113,4			
1974	130,5	45,0	65,1	n.d.
1975	179,0	31,9	62,9	121,0 <sup>b</sup>
1976	144,6	49,8	64,8	51,2
Enero	180,7			
Junio	155,9			
Julio	130,8			
1977	120,3	60,6	71,5	39,4
Julio	114,8			
1978	133,5	58,1	76,0	35,1
Febrero	133,1			
1979	133,4	64,3	82,3	16,9
Junio	131,1			
1980	116,6	80,1	89,0	12,2
1981	99,2	102,6	96,8	38,8
1982	115,1	88,2	97,1	35,2
Junio	90,0			

Fuente: 1965-70, Ffrench-Davis (1973); 1970-82, cálculos sobre datos del Banco Central de Chile, Cortázar y Marshall (1980), Ffrench-Davis (1984) y Jadresic (1990). Para el tipo de cambio real, se señalan los meses en los que hubo un cambio de política. En la columna (1), el tipo de cambio nominal fue inflacionado por el índice de precios externos (IPE) y deflactado por el IPC. Las columnas (2) y (3) tienen como numerador al Índice General de Remuneraciones del INE, y como denominador al IPE multiplicado por un índice de tipo de cambio nominal y el IPC, respectivamente. La columna (4) es la tasa activa de interés nominal anual, deflactada por el IPC.

<sup>a</sup> Promedio de las tres observaciones disponibles antes del golpe de septiembre: enero, abril y julio. <sup>b</sup> Segundo semestre, después de la liberalización de las tasas de interés.

Probablemente, el principal obstáculo que debió afrontar la nueva experiencia de este sexenio estuvo relacionado con la insuficiente, aun cuando creciente, coordinación con otras políticas económicas. De una parte, la política cambiaria se propuso limitar la transmisión de la inestabilidad del precio del cobre a la economía nacional. La balanza de pagos «normal» se proyectó así a partir de una cotización del cobre inferior a la que se dio en la práctica (Ffrench-Davis y Carrasco, 1969). Aparte de conducir la política cambiaria en función del precio “normal”, era necesario asegurar, asimismo, que el gasto fiscal se guiara por el ingreso “normal” de tributación del cobre. Ello se logró mediante acuerdos anuales entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda respecto de cuánto usar de los ingresos captados de la GMC; el exceso lo mantuvo la Tesorería en su cuenta en dólares en el Banco Central. Fue el origen «informal» del Fondo de Compensación del Cobre, creado dos decenios después.

Por otra parte, los flujos de capital financiero tendieron a ser desestabilizadores. El Gobierno dispuso sólo de herramientas débiles para controlar o atenuar sus efectos: únicamente pudo establecer un período mínimo de repatriación para los nuevos flujos que llegaran al país y reducir el crédito interno para compensar el incremento de la emisión, fruto de la acumulación de reservas. En un mercado de capitales significativamente segmentado, la fuerte modificación que experimentó la composición de las fuentes de creación de dinero se tradujo en cuellos de botella financieros. Este es un fenómeno que se repitió con mayor intensidad y repercusiones más graves durante la segunda experiencia.

En síntesis, dadas las herramientas de política disponibles, durante el período 1965-70 se optó por conseguir mayor estabilidad en la tasa cambiaria real que en el nivel de reservas, debido: i) a su incidencia directa sobre la asignación de recursos, particularmente en lo concerniente a las exportaciones; ii) al supuesto de efectos derivados de la rigidez a la baja de los precios internos si la tasa de cambio seguía las fluctuaciones transitorias en los términos del intercambio o en los movimientos de capital; y iii) por último, a la creencia de que el precio vigente del cobre era supe-

rior al “normal” y de que caería drásticamente en el futuro, como efectivamente ocurrió al promediar 1970.

### **b) La política cambiaria en 1973-79**

En octubre de 1973, se inició la segunda experiencia formal con una política cambiaria de devaluaciones frecuentes. En este período es posible visualizar tres fases distintas, que tienen en común el factor frecuencia de los ajustes, pero que difieren en otros aspectos significativos. La primera fase concluye en junio de 1976. La segunda se extiende hasta febrero de 1978, en tanto que la última tiene vigencia hasta mediados de 1979, cuando se retorna a la congelación del tipo de cambio nominal.

#### *i) La fase inicial, con restricción externa dominante*

Durante la mayor parte de 1973, el país afrontó una crítica situación de balanza de pagos, mientras que la inflación llegaba a niveles cercanos al 400% anual<sup>10</sup>. El gobierno había establecido, en diciembre de 1971, un sistema de tasas cambiarias múltiples, que en agosto de 1973 comprendía 6 áreas distintas, en el cual la más baja equivalía apenas al 3% de la más alta. Aunque las autoridades de la época eran partidarias de una cotización nominal fija, la coyuntura económica las había obligado a decretar substanciales devaluaciones. Asimismo, en marzo de 1973 habían restablecido un tipo de cambio “programado” en la principal área del mercado de corredores. No obstante, la mayoría de los tipos de cambio vigentes se encontraban considerablemente a la zaga del ritmo inflacionario.

Algunas semanas después del golpe militar de septiembre de 1973, se anunció una nueva política económica, orientada a reducir la mayor parte de la intervención pública en este ámbito. A pesar de que la mayoría de los controles de precios fueron

---

10 La tasa oficial de aumento del índice de precios al consumidor, en el período de doce meses finalizado en agosto de ese año, fue de 304%; una estimación de la incidencia de los precios de mercado negro eleva la tasa de inflación al 402% (Yáñez, 1979).

suprimidos abruptamente, la fijación de la tasa de cambio siguió en manos de las autoridades. Los numerosos tipos vigentes en 1973 fueron reducidos a tres, retornándose a la situación imperante hasta fines de 1971. La tasa de mayor cobertura, es decir la bancaria a futuro, fue devaluada en aproximadamente 300%. El objetivo era alcanzar un nivel de paridad semejante al vigente en 1970 (aparentemente, sin tener aun conciencia del papel jugado por la inflación externa). Si bien la principal tasa de corredores fue revaluada en 53%, siguió estando por encima de la cotización a futuro, mientras que el tipo empleado para los retornos del cobre se mantenía a un nivel de 40% de la tasa bancaria a futuro. En las tres áreas se aplicaron ajustes convergentes de ellas<sup>11</sup>. De esta forma, en agosto de 1975 el Gobierno alcanzó el objetivo de una paridad cambiaria legal única: sólo subsistió entonces la diferente cotización del mercado negro; de hecho, aparte de los aranceles de importación e incentivos de exportación, la existencia del Impuesto al Valor Agregado (IVA) desde 1975, ascendente al 20%, basado en el principio de gravar según el destino de los bienes, significó que los importadores de bienes (afectos al IVA) pagaban más pesos por dólar adquirido, en tanto que los exportadores (exentos del IVA) recibían más por dólar vendido.

Las paridades cambiarias fueron modificadas entre una y cuatro veces al mes, con una frecuencia similar a la observada en la primera experiencia. Pero como la inflación interna en 1974 era muy elevada, la devaluación promedio nominal fue mucho más grande (véase el cuadro IV.1). Hubo ajustes que llegaron a ser del orden del 18%, y en marzo de 1975 el efecto acumulado de dos modificaciones realizadas en el curso de una quincena alcanzó a 40%. De allí, entonces, que pueda afirmarse que los ajustes no tuvieron la frecuencia requerida por un proceso sistemático de "mini" devaluaciones.

---

11 La tasa de corredores fue revaluada hasta mayo de 1974, aproximándola a la bancaria. Asimismo, un gravamen de 53% a la compra de dólares en ese mercado fue rebajado a 13% en agosto de 1974, y eliminado en febrero siguiente.

El tipo de cambio principal experimentó entre mediados de 1974 y enero de 1976, un sustancial incremento en términos reales (cuadro IV.3, col. 1). El mejoramiento fue consecuencia directa de la evolución seguida por el precio del cobre. Durante los primeros 10 meses que siguieron al golpe militar, la cotización del metal rojo se elevó a niveles sin precedentes en las décadas anteriores; pero en el segundo semestre de 1974 cayó de manera abrupta, en tanto que las importaciones seguían subiendo. Ello condujo primero a revaluaciones reales coincidentes con la cotización elevada del cobre, y luego, a un acelerado proceso de devaluaciones, que se tradujo en un incremento de 38% en el tipo de cambio real entre el promedio de 1974 y enero de 1976.

Los temores de una crisis de balanza de pagos habían sido superados durante este período, con una violenta recesión. Pese a la gravedad que revestía el problema, la liberalización de importaciones siguió adelante en el intertanto. El promedio del arancel nominal había sido rebajado de 67% a 44% entre junio de 1974 y enero de 1976. Las devaluaciones reales compensaron en forma aproximada la caída promedio en las restricciones arancelarias sobre las importaciones, mientras que ambos factores se combinaron para proporcionar una mayor protección efectiva en favor de las exportaciones. El sector externo mejoró, exhibiendo una expansión del 98% en las exportaciones no tradicionales en el trienio 1974-76, que cubrió un tercio de la merma en el retorno de divisas originada en las exportaciones de cobre. Las ventas al exterior se vieron estimuladas por un mejoramiento de la protección efectiva (incluyendo el tratamiento preferencial en el Pacto Andino) y por la capacidad instalada que había quedado ociosa con el dramático deterioro de la demanda agregada interna (véase el cap. III). Este último fenómeno, ligado a una política de "shock" antiinflacionario, provocó una apreciable caída de las importaciones, la cual contribuyó al grueso del ajuste del sector externo. De esta forma se obtuvo un intercambio más balanceado, pero el PIB se redujo 17% en 1975 (Marcel y Meller, 1986), y el desempleo nacional subió al 21,9% (con PEM, y al 16,6% sin PEM).

El *boom* de créditos externos recibidos por Chile, desde 1976 (véase el cap. V), y una inflación interna en aumento a tasas entre 11 y 15% mensual, favorecieron una modificación de la trayectoria del tipo de cambio real. En el resto de la fase éste cayó en forma rápida, deteriorándose 14% en el transcurso de los cinco últimos meses. En igual período, la liberalización de importaciones se hizo efectivamente más drástica debido a que las rebajas arancelarias tenían ya un componente redundante mucho más bajo (el arancel promedio se redujo de 44% a 33%), y ahora, la liberalización estuvo acompañada de un descenso en el tipo de cambio, antes que a la inversa como se había señalado reiteradamente por parte de personeros oficiales.

*ii) La fase de las revaluaciones abruptas*

La segunda fase se inició con una abrupta revaluación de 10% en junio de 1976, la cual significó un notorio cambio de política y llamó la atención, no tanto por sus efectos económicos intrínsecos, sino por los argumentos que se esgrimieron para justificarlo.

Las características principales de la segunda fase, que se prolongó hasta febrero de 1978, son la frecuencia diaria de las devaluaciones, que se realizan de acuerdo a tablas anunciadas mensualmente, y una serie de cuatro ajustes cambiarios abruptos: dos revaluaciones y dos devaluaciones.

La revaluación de junio de 1976 fue anunciada con gran espectacularidad y publicidad. Después de unas palabras introductorias del general Pinochet, el Ministro de Hacienda dio a conocer una serie de medidas. La principal consistió en la citada revaluación de 10%. A partir de julio, el tipo de cambio se modificaría diariamente. En julio la paridad sería devaluada en 5%, pese al 12% de inflación interna registrado en junio. Los ajustes en los meses posteriores serían equivalentes al incremento del índice de precios al consumidor durante el respectivo mes anterior<sup>12</sup>.

---

12 No hubo mención de la inflación externa; este punto tampoco había sido recogido sistemáticamente en la literatura para los efectos de medición del TCR. Véase el contraste entre nuestras estimaciones sobre TCR en los sesenta en Ffrench-Davis (1973) y Behrman (1976).



El Ministro adujo que i) en 1975 el tipo de cambio había aumentado con mayor rapidez que la inflación interna, dando origen a una paridad “no realista” ni susceptible de ser mantenida en el largo plazo; ii) la nueva cotización sería ajustada en forma sistemática, porque se consideraba que su nuevo nivel era realista; iii) el esquema que comenzaba a ser aplicado permitiría a los exportadores operar en un contexto de mayor certidumbre; iv) la revaluación significaría una disminución de los costos industriales, atenuándose así desde julio en adelante las presiones inflacionarias, lo que se traduciría a su turno en un mejoramiento de las remuneraciones reales: la revaluación, se sostuvo, equivalía a un incremento de los salarios y los ingresos de los chilenos; v) las importaciones y la actividad económica se verían estimuladas por la revaluación; vi) se reduciría la expansión monetaria originada en las adquisiciones netas de divisas por parte del Banco Central<sup>13</sup>.

La causa de la revaluación puede ser atribuida a una combinación de factores. Primero, la validez técnica del enfoque puramente monetarista (a la Friedman), como fórmula para lograr la estabilización, estaba siendo cuestionado por la negativa experiencia de la trayectoria del proceso inflacionario en los meses anteriores (Foxley, 1982). Segundo, la política económica estaba sufriendo las críticas de muchos destacados partidarios del régimen. A la tendencia alcista de la inflación se agregaba la escasa recuperación de la actividad productiva y el considerable nivel del desempleo. Era necesario un acontecimiento espectacular que permitiera la subsistencia de las políticas drásticamente ortodoxas que se estaban imponiendo al país. De allí, entonces, el énfasis que se puso en publicitar profusamente que la revaluación debería provocar un gran impacto antiinflacionario, buscando de esta manera influir sobre las expectativas de los agentes económicos<sup>14</sup>. Tercero, el excedente global de ba-

---

13 Intervención del Ministro de Hacienda, 29 de junio de 1976. DIPRES (1978, pp. 261-2). Alrededor de un 80% de los cambios en la emisión habían tenido su origen en compras netas de divisas.

14 El enfoque antiinflacionario monetarista de economía cerrada que había prevalecido hasta mediados de 1976 se vio cuestionado por la aparición en el

lanza de pagos permitió a las autoridades disponer de reservas para su venta a los importadores, lo que contribuiría también a reducir la emisión monetaria.

El hecho es que todo el peso de la maquinaria propagandística controlada por el Gobierno fue colocada al servicio de la difusión de la nueva política. La revaluación efectivamente modificó las expectativas inflacionarias: la tasa mensual de incremento de los precios bajó a 6% en agosto y septiembre. Sin embargo, se estancó alrededor de ese nivel durante dos trimestres. En marzo de 1977, el Ministro de Hacienda anunció una nueva revaluación del 10%, además de minidevaluaciones diarias que alcanzaban a 4 y 3% para marzo y abril respectivamente, las que nuevamente serían seguidas por ajustes de acuerdo al ritmo de inflación del mes anterior. La mayor parte de los argumentos esgrimidos por el Gobierno fueron los mismos utilizados en la primera oportunidad, aunque esta vez se confirió mayor importancia a la afirmación de que las exportaciones —salvo las “marginales”—prácticamente no se verían afectadas, ya que “el tipo de cambio de paridad supera en más de 20% al vigente en octubre de 1973 y es sólo ligeramente inferior al promedio imperante durante el segundo semestre de 1976”<sup>15</sup>. Una vez más la tasa de inflación se redujo, esta vez al 3 ó 4% mensual, pero nuevamente también se estancó a este nuevo nivel.

---

mundo académico anglosajón de un enfoque monetarista de economía abierta, al cual la mayoría de los economistas oficialistas pareció haberse convertido. Este enfoque se transformó en definitivamente predominante cuando tres años después el tipo de cambio nominal fue congelado. Es curioso comprobar que economistas que antes auguraban que el tipo de cambio no tenía ninguna influencia sobre el nivel de precios si la cantidad de dinero permanecía constante, ahora aseguraran que el tipo de cambio determina el nivel de precios. La mayor apertura comercial, por supuesto, no justifica aquel cambio tan extremo de enfoque. Constatamos una vez más el peso abrumador de las modas en desmedro del pragmatismo en economía.

15 Discurso del Ministro de Hacienda, 4 de marzo de 1977 DIPRES (1978, pp. 308-9). La cifra oficial sobrestimó sin duda el tipo de cambio real. Véase el cuadro IV. 3. y McKinnon (1977, cuadro 5).

No obstante la primera revaluación, la balanza comercial arrojó un saldo favorable en 1976 y, también, lo que era excepcional, en la cuenta corriente. Esta circunstancia facilitó la revaluación decretada en marzo siguiente. Pero los excedentes de reservas, acumulados pese al bajo precio del cobre, se debieron en realidad a la drástica caída de la demanda agregada, lo que se reflejó en una contracción de las importaciones. La situación cambió substancialmente de signo en 1977 y 1978, en respuesta a cierta recuperación de la demanda agregada, a la liberalización arancelaria y al deterioro del tipo de cambio real. La consecuencia fue la aparición de un considerable déficit en la cuenta corriente, que fue más que compensado con una creciente afluencia de capitales financieros.

En el segundo semestre de 1977 se produjeron dos devaluaciones abruptas, aunque de menor monta: 6% en agosto y 4% en diciembre. La primera estuvo compensada por una rebaja de los aranceles que constituyó un adelanto de la supuesta fase final del proceso de liberalización de las importaciones, en virtud del cual los gravámenes aduaneros quedarían limitados a tasas comprendidas entre 10 y 35%. La liberalización habría concluido, entonces, en agosto de 1977 (DIPRES, 1978, p. 337).

Sin embargo, en diciembre se anunció que se establecería en forma gradual, entre fines de 1977 y junio de 1979, un arancel uniforme de 10% (DIPRES, 1978, pp. 358-9). Se dispuso asimismo una devaluación de 4,3%, con el objeto de compensar el efecto "promedio" de la nueva rebaja arancelaria de diciembre. Una vez más se procuró influir sobre las expectativas inflacionarias, dándose a conocer las series de minidevaluaciones que se realizarían en los dos meses siguientes: 2,2% para diciembre, equivalente a lo que había sido la tasa de inflación del mes anterior, y 3% en enero. Se sostuvo que a posteriori el tipo de cambio se incrementaría a un ritmo ligeramente más rápido que el de la inflación interna, con el objeto de compensar la liberalización concomitante de las importaciones. Sin embargo, la política fue revertida poco después, en febrero de 1978, poniéndose término así a la segunda fase.

En esta fase se asignó al tipo de cambio un papel muy diferente del que había desempeñado en la primera. La mayor frecuencia de las devaluaciones podía asimilarse al objetivo de que las tasas reales fuesen más estables. Sin embargo, la modificación del papel que le cabía en el proceso económico llevó a que el tipo de cambio real se tornara más inestable. De hecho, la tendencia a la baja, iniciada en enero de 1976, se mantuvo, con las dos revaluaciones abruptas, hasta mediados de 1977. Después recobró la tendencia al alza, que se vio reforzada con los dos saltos. Durante la parte final de este período el tipo de cambio real experimentó una mejoría de 16%<sup>16</sup>, después de un deterioro de 26% durante el primer año, lo que arrojó una apreciación neta de 15% (cuadro IV.3); en el intertanto, el arancel nominal promedio se había reducido de 33% a 16% (véase cuadro III.1).

El tipo de cambio se utilizó activamente para influir sobre las expectativas inflacionarias. En la fase anterior, el propio Gobierno había reiterado que la política monetaria representaba la única capaz de influir con eficiencia sobre tales expectativas. En esta nueva fase, empero, en dos ocasiones se utilizó el tipo de cambio como sustituto de la política monetaria en ese campo, cumpliendo en forma satisfactoria este nuevo cometido. Por supuesto que su eficiencia estuvo relacionada con el contexto económico específico imperante desde 1974: las expectativas de quienes fijaban los precios —los empresarios— se basaban principalmente en la trayectoria de la inflación en el mes anterior, en ausencia de una guía más confiable o de otro punto de referencia. Es indudable que el cambio de expectativas fue facilitado por la persistencia de la situación recesiva y por el control abrumador sobre los medios de comunicación y la opinión de la dirigencia empresarial.

Por otra parte, la evolución del tipo de cambio real estuvo influida en forma apreciable por variaciones de corto plazo en la balanza de pagos. Las reservas acusaron fluctuaciones liga-

---

16 La inflación externa de 17% constituyó una variable determinante en la explicación de la trayectoria del TCR durante este período. El elevado IPE estuvo asociado a inflación creciente en los países desarrollados y a la devaluación del dólar estadounidense.

das a cambios en las importaciones, asociados a la caída y posterior recuperación del PIB, a grandes flujos de capital, y a ajustes cambiarios que fueron desestabilizadores para la asignación de recursos. Teniendo en cuenta la inestabilidad de las reservas, el papel asignado al tipo de cambio real hizo que éste mostrara intensas fluctuaciones, lo que se tradujo en distorsiones en las señales que recibían los productores de bienes comerciables internacionalmente. Ello se vio reforzado por el hecho de que en esta ocasión la economía chilena estuviera claramente más abierta al intercambio comercial. La economía estaba más abierta también a los flujos de capital, que ahora se canalizaban de manera predominante vía sector privado. Los substanciales altibajos del tipo de cambio real, sumados a las elevadas tasas internas de interés, implicaron que quienes habían conseguido empréstitos externos lograran considerables ganancias de capital (Zahler, 1980)<sup>17</sup>.

La fase finalizó en febrero de 1978 cuando se aguardaba el anuncio de la tabla para ese mes. El sistema fue sustituido por un programa de ajustes diarios en la cotización de la divisa para los restantes once meses del año. La fórmula utilizada en los 18 meses anteriores, basada en un tipo de cambio nominal "endógeno" dependiente de la tasa de inflación pasada, fue reemplazada por valores programados «exógenos», determinados en función de las metas antiinflacionarias.

### *iii) La fase final: hacia el retorno de la congelación y crisis*

El cambio de política anunciado en febrero de 1978 por el Ministro de Hacienda consultaba tasas decrecientes de devaluación, partiendo con un 2,5%, que equivalía en forma aproximada a la inflación mensual registrada en el trimestre anterior, para terminar con un 0,75% en diciembre. Se afirmó que dada "la excelente situación de balanza de pagos, la apertura de la economía al comercio exterior y la fijación del tipo

---

17 En el capítulo V se suministra una estimación de las diferencias entre tasas de interés internas y externas, y del volumen bruto de recursos involucrados en estas operaciones en 1975-82.

de cambio hasta fines de 1978 generarán rápidamente importaciones competitivas para todos aquellos productos nacionales cuyos precios internos pretendan ser elevados más allá de límites razonables". Del mismo modo se sostuvo que el Gobierno estaba sentando las bases para que el año 1979 marcará "el inicio de una era sin precedentes en las últimas décadas, en lo que respecta a tasas de inflación"<sup>18</sup>. El contenido de los anuncios oficiales, y de las declaraciones de diferentes personeros oficiales, sugería que lo que se encontraba subyacente en esta ocasión era, más que el propósito de regular expectativas, la creencia de que la economía chilena había alcanzado ya un grado de apertura tan considerable que tendría forzosamente que imponerse la "ley del precio único"<sup>19</sup>.

La inflación, medida por el índice oficial de precios al consumidor, se redujo desde 64% en 1977 a 30% en 1978 (desde 84% a 37% en el IPC corregido). Este éxito aparente llevó a adoptar el mismo enfoque al año siguiente. En diciembre de 1978 se dio a conocer el programa de devaluaciones diarias para todo 1979. La tasa anual de devaluación que el Gobierno se proponía aplicar era de 14,7%, del mismo orden que la inflación que se señalaba, en términos informales, como esperada para 1979. No se consideró el incremento de los precios externos (situada sobre 14% anual en 1978-79), ni la progresiva reducción de la brecha entre PIB efectivo y potencial. Si de veras se pensaba que regía la "ley del precio único", tendría que haberse previsto que la política cambiaría en aplicación tendería a conducir a una inflación por encima del proyectado 15%. En rigor, es probable que las autoridades económicas hayan estado todavía en la etapa

---

18 Discurso del Ministro de Hacienda, 3 de febrero de 1978 DIPRES (1978, pp. 369-71).

19 Esta supone que los precios internos de los bienes comerciables internacionalmente (BCI) son iguales a los precios externos, corregidos por aranceles y tipo de cambio. Por lo tanto, se postula que, para un país pequeño, los precios internos no tienen autonomía para modificarse, salvo que los aranceles o el tipo de cambio varíen. Una versión extrema supone que los precios de los bienes y servicios no comerciables internacionalmente tampoco poseen autonomía debido a su interconexión con los BCI a través de los mercados de factores y de bienes.

de transición desde un enfoque de expectativas a uno de la “ley del precio único”.

En los hechos, durante la primera mitad de 1979, en lugar de decrecer, la inflación interna exhibió una tendencia al alza: en el período de doce meses finalizado en junio, ella llegó al 35%. Todos los indicadores coincidieron en que la inflación, lejos de ser reducida a la mitad, que era lo pronosticado por el Gobierno superaría la marca de 1978.

Esta fase terminó abruptamente en junio de 1979, al desahuciarse la política del tipo de cambio programado y al congelarse la divisa a un nivel 5,7% superior al imperante entonces. El nuevo nivel anticipó el que se había programado alcanzar a fines del año.

Al promediar 1979, tras casi seis años de diversas variantes de política y oscilaciones del tipo de cambio real, la divisa se encontraba en un nivel 16% superior al vigente a fines de 1973; no obstante, en el transcurso del proceso, las restricciones a las importaciones habían sido reducidas drásticamente: la mayoría de las barreras no arancelarias habían sido eliminadas, y los aranceles fueron rebajados desde un promedio (no ponderado) de 94% a una tasa uniforme de 10%. A ello se agregaba que el tipo nominal se congelaba en el contexto de una tendencia inflacionaria del orden de 35%.

Cuando se dispuso el congelamiento del tipo de cambio en junio de 1979, se afirmó que su valor se mantendría fijo hasta el 29 de febrero del año siguiente, con lo que “se obtiene una mayor estabilidad en el sector externo, sin poner en peligro un razonable equilibrio en la balanza de pagos”, y significaría poner un freno a las alzas de precios, repercutiendo favorablemente sobre las expectativas inflacionarias. Se puso mucho énfasis en que la disponibilidad crediticia y los gastos públicos serían restringidos drásticamente, de manera que los comerciantes e intermediarios no transfirieran completamente a precios el incremento real del tipo de cambio<sup>20</sup>.

---

20 Discurso del Ministro de Hacienda, 29 de junio de 1979. Adicionalmente, el margen entre las tasas comprador y vendedor aplicadas por el Banco Central fue aumentado a  $\pm 2\%$ .

La tasa se mantuvo a \$39 por dólar hasta mediados de 1982. En el curso del trienio en que estuvo congelada, su nivel real se deterioró en cerca de un tercio. La inflación interna descendió en forma significativa, desde 35% anual hasta menos de 4% (en mayo de 1982), pero durante la transición entre ambas, se acumuló un desequilibrio entre precios internos y externos. En consecuencia, para retornar al nivel inicial del TCR, aparentemente considerado por el gobierno y sus consejeros como cercano al de equilibrio (McKinnon, 1981, p. 34), se requería una inflación en Chile menor en más de 30 puntos que la internacional. Durante los últimos meses de 1981 y el primer semestre de 1982 se registró una leve deflación<sup>21</sup>. Pero paralelamente tuvo lugar un violento aumento de la desocupación abierta y un acelerado descenso de la producción manufacturera<sup>22</sup>.

El hecho concreto es que, luego de algunos meses de ajuste automático, los resultados económicos fueron desastrosos. El intento de acelerar el ajuste mediante una reducción por decreto de los salarios nominales no logró ser impuesta por el equipo económico. Ello dio paso a la devaluación abrupta de junio de 1982.

En esta fecha se efectuó una devaluación de 18%, seguida por el anuncio de una tabla de minidevaluaciones, que al poco tiempo fue reemplazada por una tasa flexible y libre acceso al mercado, vigente por un corto plazo, y luego por diversas modalidades de minidevaluaciones según la inflación interna o la neta y acceso regulado al mercado.

---

21 El índice de precios al por mayor llegó a descender 8%, principalmente por los bienes agropecuarios, entre mayo de 1981 y de 1982; el IPC descendió 1% entre febrero y mayo de 1982. Sin embargo, a mayo de 1982, los mercados internacionales también exhibían inflación negativa: el índice de precios externos (IPE) descendió 4% en el primer semestre de 1982, empujado por la revaluación del dólar estadounidense.

22 La desocupación abierta (sin PEM) en Santiago se elevó desde 11% a 23% entre septiembre de 1981 y junio de 1982. El valor agregado manufacturero descendió 21% en 1982.



### 3. CONSIDERACIONES FINALES

Nuestras consideraciones finales pueden ser clasificadas en dos categorías. La primera se relaciona con algunas de las respuestas que fluyen de las experiencias de Chile. La otra se encuentra asociada a interrogantes cuya dilucidación sigue pendiente.

#### a) Algunas lecciones

Esbozaremos cuatro tópicos que tienen que ver con: i) la viabilidad de las variaciones en el tipo de cambio real; ii) expectativas; iii) estabilidad, y iv) corrección de los errores de política.

Las dos experiencias consideradas muestran que no sólo el tipo de cambio nominal, sino también el real, son susceptibles de apreciables modificaciones vía decisiones de política. La ley del precio único, aun en una economía con comercio exterior tan liberalizado como el de Chile, posee una validez limitada. En especial, los rezagos pueden ser tan extensos, que involucren ajustes divergentes del equilibrio por lapsos de varios años, generando así señales erradas, mala asignación de recursos y una baja tasa de utilización de la capacidad de producción. De hecho, hay muchos casos de equilibrios múltiples y de TCR que por un prolongado lapso permanecen fuera de un equilibrio sostenible a mediano plazo. Las principales variables que interactúan con las variaciones registradas por el tipo de cambio real han estado representadas por la evolución en los términos del intercambio, el nivel de actividad y el financiamiento externo. La relación del tipo de cambio con otras variables macroeconómicas puede experimentar asimismo modificaciones persistentes y drásticas: en el período 1973-79 los salarios se deterioraron notablemente, lo que explica que el coeficiente salarios/tipo de cambio haya permanecido a niveles apenas equivalentes a entre un tercio y dos tercios del que imperaba en 1970 (cuadro IV.3, col. 2); por otro lado, la tasa de interés interna fluctuó intensamente (cuadro IV.3, col. 4).

La incidencia del tipo de cambio sobre las expectativas inflacionarias está estrechamente asociada al esquema específico de política que se adopte. Distintas modalidades de políticas

de “minidevaluaciones” y de tipo de cambio “programado” han dado origen a resultados disímiles. Una política como la implementada en la primera experiencia y, hasta cierto punto, entre octubre de 1973 y junio de 1976, tiende a atenuar el impacto de las variaciones del tipo de cambio real sobre las expectativas y a limitar sus efectos a la incidencia directa sobre los costos. A la inversa, el programa de devaluaciones diarias decrecientes, cuya implementación fue profusamente anunciada para 1978, opera en el sentido contrario; como tal, puede ser utilizado en forma deliberada y enérgica para regular las expectativas, pero, al mismo tiempo, actúa de manera “pasiva” si lo que se pretende es modificar la paridad real. Mientras mayor sea el impacto sobre las expectativas, menor será el grado de libertad disponible para alterar el tipo de cambio real en la magnitud deseada. Sin duda, la incidencia neta de los ajustes cambiarios depende también de la forma en que evolucionen otras variables que también influyen sobre las expectativas y los costos de producción.

La trayectoria del tipo de cambio real tiene una repercusión importante sobre las exportaciones no tradicionales. En ambas experiencias las ventas al exterior se expandieron y diversificaron (véase Ffrench-Davis, 1979b, cuadros 4 y 6). El fenómeno obedece a múltiples factores, pero la tendencia al alza real del tipo de cambio, y en particular la mayor estabilidad real de una tasa regulada en comparación con lo que ocurre con el nominal fijo o con uno libre, parecen haber jugado un papel favorable<sup>23</sup>. La mayor estabilidad del tipo de cambio real tiende, por otra parte, a disuadir las maniobras especulativas, que son frecuentes cuando está vigente un tipo de cambio nominal fijo. Sin embargo, si el manejo del tipo de cambio real es sensible a variaciones de corto plazo en las reservas, como sucedió en parte durante la segunda experiencia, la política puede resultar desestabilizadora y generar consecuencias negativas similares a las que provocaría un tipo de cambio libre. Por consiguiente, modificaciones del

---

23 Antecedentes econométricos referidos a 1947-75 dan fundamento a la hipótesis (Behrman, 1976, cuadro 7.2). Véase también CEPAL (1998, cap. IV) y Williamson (2000).

tipo de cambio que procuren evitar fluctuaciones considerables en torno a la tendencia, suministran mejores señales cruciales para el proceso de asignación de recursos y previsiblemente se tendería a incrementar la demanda por activos nacionales.

Por último, el tipo de cambio programado, manejado con flexibilidad por la autoridad, facilita la corrección de los errores en que a veces se incurre al pronosticar la tendencia de las variables de mayor relevancia, desviaciones susceptibles de ser encaradas vía ajustes en la tasa cambiaria nominal. Un caso evidente se relaciona con el ajuste como consecuencia de la abrupta liberalización de importaciones. Esta característica implicó que la aplicación de una política cambiaria con flexibilidad administrada incrementó la factibilidad de evitar crisis recurrentes de balanza de pagos y desequilibrios de carácter acumulativo.

#### **b) Algunas cuestiones pendientes en 1982**

Las economías mundial y nacional se encuentran en constante ajuste: ni los mercados de materias primas ni los de capital están sistemáticamente en equilibrio de largo plazo. Se requiere detectar en qué circunstancias es necesario introducir ajustes permanentes en la tasa: por ejemplo, en respuesta a alteraciones percibidas como permanentes en los términos del intercambio, o en la estructura de la producción interna o en la oferta de mediano plazo del ahorro externo. También es preciso definir qué hacer en presencia de alteraciones de carácter coyuntural. El criterio general consiste en evitar que ellas repercutan sobre el tipo de cambio. Pero hay dos aspectos que sugieren la conveniencia de introducir alguna flexibilidad en la paridad real. Por una parte, la política cambiaria no es suficiente para impedir la transmisión de la inestabilidad; se requieren, además, otras políticas, como la fiscal, la crediticia y monetaria, y la de endeudamiento externo. Cabe dilucidar entonces cuál es la combinación óptima de estas políticas. Por otro lado, es preciso considerar las secuelas de la incertidumbre y del conocimiento limitado (en oposición a conocimiento perfecto, que puede ser útil como supuesto teórico básico, pero no como reflejo de la realidad). Resulta imposible distinguir completa-

mente entre componentes normales y transitorios de la balanza de pagos; de hecho hay un rango en que la frontera entre ambos es difusa. Así, con el objeto de minimizar los errores, es aconsejable aceptar algún grado moderado de inestabilidad en el corto plazo, puesto que ello puede contribuir a evitar la introducción de ajustes forzosos en el largo plazo, en el evento de que los errores se acumulen. ¿Dónde se sitúa el punto óptimo de corte? ¿Cuáles son los componentes del intercambio que deben ser normalizados para los propósitos del diseño de la política cambiaria y otras políticas complementarias?

Una característica recurrente ha sido la creciente magnitud de los flujos de capital privado externo y los abruptos cambios, asociados a dicho fenómeno, en las reservas del Banco Central y en la emisión monetaria, que se han observado en distintos momentos históricos en Chile. Los efectos de esos flujos distan mucho de ser neutrales: i) los recursos externos afluyen principalmente a sólo algunos segmentos de la economía nacional; ii) la reacción de las autoridades ha consistido con frecuencia en reducir el tipo de cambio real, o iii) en recortar el gasto público a manera de mecanismo compensatorio. Esta área de problemas se relaciona con las preguntas de cuál es la capacidad real de absorción eficiente de recursos foráneos y cuán estable es la oferta de tales fondos. Resulta extremadamente discutible que dichos interrogantes puedan ser resueltos óptimamente por el mercado (véase el cap. X). ¿Qué mecanismos —los precios y/o las políticas directas— resultan más convenientes en el caso de una economía pequeña semiindustrializada?

El esclarecimiento de estas preguntas que siguen vigentes en 2003 contribuiría a mejorar el diseño de una política cambiaria con flexibilidad regulada, que hizo que la evolución del sector externo de la economía chilena fuese más fluida de lo que había sido antes con el tipo de cambio nominal fijo y con los breves episodios de tipo de cambio libre, que permitió a las autoridades destinar sus energías a otras áreas de la política pública y contribuyó a una significativa expansión y diversificación de las exportaciones.

## CAPÍTULO V

### EL PROBLEMA DE LA DEUDA EXTERNA Y LA APERTURA FINANCIERA\*

Durante la década de los años ochenta, la mayoría de los países latinoamericanos enfrentó un grave problema de endeudamiento externo. El deterioro brusco del marco internacional, registrado desde 1981, afectó con intensidad inusitada a las naciones en desarrollo; el descenso de los precios de exportación y las dificultades de acceso a los mercados industrializados, el alza de las tasas de interés y la notable reducción de los ingresos netos de capital se confabularon para generar el mayor shock externo del último medio siglo.

Los efectos del shock externo sobre la economía de las naciones deudoras, no obstante su carácter recesivo generalizado, exhibieron una gran variedad. La diversidad observada obedece a la distinta capacidad de negociación de los países, a la magnitud y velocidad que caracterizaron al endeudamiento de cada uno y a la estrategia de desarrollo y endeudamiento que adoptaron en los años previos. Lo último, además, resulta determinante del nivel de desarrollo en que la crisis externa encontró a cada país. En otros términos, hay naciones cuya economía se estancó o retrocedió durante los años setenta, en tanto que las hay que crecieron vigorosamente, canalizando hacia la inversión productiva el abundante crédito externo que estuvo a su disposición en los mercados internacionales.

---

\* Basado en "El problema de la deuda externa y la apertura financiera en Chile", *Colección Estudios CIEPLAN 11*, diciembre de 1983. Agradezco los comentarios de investigadores de CIEPLAN, en especial de José Pablo Arellano, y de Robert Devlin, Rudiger Dornbusch, Jaime Estévez, Jorge Marshall y Carlos Massad, y la colaboración de José de Gregorio.

Este capítulo se concentra en el examen de la deuda externa de Chile. Por la íntima relación que tuvo con el funcionamiento del mercado interno de capitales y con la política de balanza de pagos, aquí se expondrán también los rasgos y resultados principales alcanzados en esas dos áreas.

Como se demostró en los capítulos I y II, la economía chilena tuvo un comportamiento productivo comparativamente muy deficiente durante el período 1973-82 (véanse Arellano y Cortázar, 1982; Edwards y Cox-Edwards, 1987; Foxley, 1982 y Ramos, 1986). El fracaso de este experimento está asociado, en forma no exclusiva pero sí significativa, a las políticas de comercio exterior y financieras impuestas en estos años, que hizo posible que la deuda externa creciese aceleradamente. El incremento de la deuda, a su vez, en vez de apoyar la formación de capital interno, la desalentó. Ello obedeció a cinco razones poderosas: la rápida e indiscriminada liberalización de las importaciones, especialmente de bienes de consumo; el atraso cambiario, en paralelo con las reducciones de la protección efectiva más significativas; la persistencia de altas tasas de interés en el mercado interno; la absoluta libertad para que el mercado decidiese respecto del uso de los fondos de origen nacional y exterior, y la dificultad para identificar las ventajas comparativas de mercado u oportunidades de inversión productiva que apareciesen rentables, en las condiciones de mercado que determinó la aplicación del modelo económico en su versión más ideológica.

Por último, se generó una gran vulnerabilidad de la economía nacional. En efecto, quedó desguarnecida frente a los cambios que se originaron en el exterior, en un contexto de políticas internas pasivas y neutras. Adicionalmente, el acelerado endeudamiento y la magnitud del déficit en cuenta corriente, ya en 1980, mostraban una tendencia insostenible a mediano plazo, aun cuando no se hubiese registrado la crisis financiera internacional. En consecuencia, se le imprimió al sector externo una dinámica que inevitablemente iba a exigir un proceso de ajuste traumático. Su gravedad, por supuesto, fue acentuada por el hecho de que durante los setenta, en vez de desarrollarse, la base productiva nacional y su capacidad de ajuste se debilitaron. Por ejemplo, la tasa

de inversión bruta se redujo en cerca de un quinto respecto de los sesenta, y la tasa de crecimiento del PIB disminuyó en una proporción mayor. Dado este conjunto de antecedentes, puede entenderse que el PIB de Chile, de lejos, sufriese la caída más grande de toda América Latina en 1982.

En la sección 1 se presentan los antecedentes más destacados del proceso de apertura financiera. Se exponen sucintamente el marco conceptual oficial, las políticas adoptadas y la evolución de los movimientos de capitales y de la deuda externa; especial atención se pone en los préstamos de origen bancario y en el comportamiento de los flujos captados por deudores privados. En la sección 2 se examina el impacto macroeconómico del endeudamiento externo, en particular sobre las políticas monetaria y cambiaria, y los procesos de ajuste global que indujo; luego se estudia la evolución de las tasas de interés, en especial la brecha persistente entre las tasas interna y externa. En la sección 3 se examinan las diversas fuentes de vulnerabilidad externa a que quedó sometido Chile a consecuencia de la forma de apertura financiera. En contraste con el enfoque neoliberal, aquí se argumenta que los problemas surgidos se concentraron en la deuda del sector privado; se explica por qué el ingreso masivo de capital financiero estuvo acompañado de una reducción notable del ahorro nacional y de una baja tasa de formación de capital. Por último, la sección 4 comprende un breve recuento de lecciones que entrega el experimento ortodoxo en el campo de las relaciones financieras y el endeudamiento externo.

## 1. APERTURA FINANCIERA Y ENDEUDAMIENTO EXTERNO

La política oficial postulaba la apertura irrestricta frente a los movimientos de capitales y la liberalización indiscriminada del mercado financiero interno. En esta sección se expone el marco conceptual en que se basa la apertura financiera. Luego se examina la *forma cómo* se aplicaron los principios mencionados. Por último, se analizan los antecedentes cuantitativos respecto del volumen y composición de los movimientos de capital y del endeudamiento externo.

### a) El marco conceptual del experimento

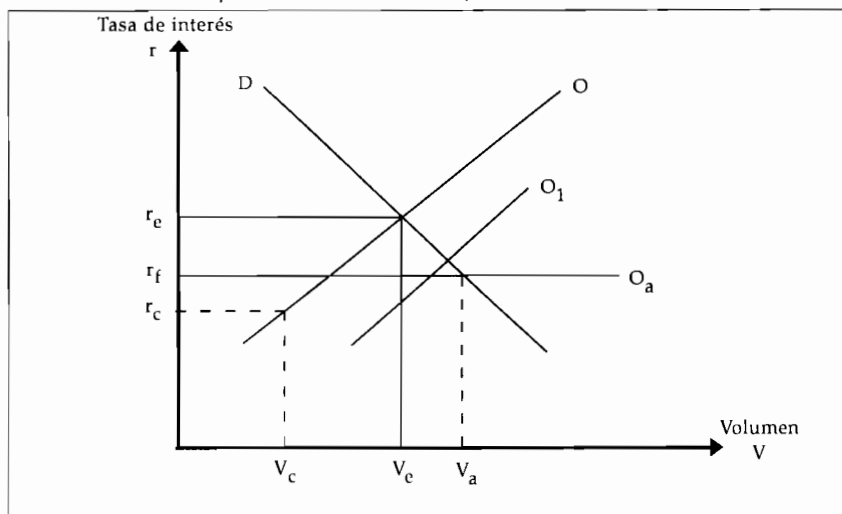
Existen, por supuesto, versiones monetaristas ortodoxas muy sofisticadas respecto del funcionamiento de las liberalizaciones de los mercados de capitales y de sus efectos, comparados con las de la llamada represión financiera. Sin embargo, los aspectos esenciales del discurso oficial pueden ser captados por un esquema muy simple.

La liberalización del mercado financiero interno y la apertura frente a los movimientos de capitales buscaban incrementar el ahorro y la inversión, y mejorar la asignación de los recursos. En respuesta a ello, se esperaba un incremento del volumen de la inversión y de su eficiencia, sobre cuya base se sustentaría un crecimiento económico vigoroso y sostenido.

En términos muy simples, el marco conceptual puede describirse con la ayuda del gráfico V.1. Las curvas O y D reflejan la oferta y demanda por fondos prestables en el mercado, que se identifican con el ahorro y la inversión, respectivamente. Inicialmente prevalece lo que se denomina un marco de represión financiera, en el sentido de que hay restricciones respecto de la organización de nuevos bancos y otras instituciones financieras, y de las operaciones que pueden realizar, junto con un racionamiento de la demanda. En ese marco, la autoridad fija una tasa de interés  $r_c$  menor que la de equilibrio en economía cerrada ( $r_c$ ), y que la de economía abierta ( $r_f < r_c$ ). El volumen de ahorro resultante es  $V_c$  y la demanda se raciona hasta ese mismo nivel (para simplificar se supone que inicialmente no hay un flujo neto de capital foráneo). El volumen de ahorro e inversión ( $V_c$ ) es menor que el de una situación de mercado cerrado con tasa libre, que sería  $V_c$ ; a su vez, se efectúan inversiones poco rentables, pues el racionamiento involucra que no se realizan todas las más eficientes. En efecto, se desarrollarían algunas con retornos iguales a  $r_c$ , quedando sin financiamiento otras con rendimientos superiores (ineludiblemente en algunas sería incluso mayor que  $r_c$ , dado que la inversión total no excedería  $V_c$ ).



**Gráfico V.1**  
Apertura financiera externa, ahorro e inversión



La liberalización financiera interna permitiría que  $r$  se elevara hasta su nivel de equilibrio, y que los ahorrantes enfrentasen más alternativas de colocación de los fondos. Merced a la mayor variedad de opciones, habría una oferta mayor ( $O_1$ , situada a la derecha de  $O$ ), desplazando la «inversión» en activos no productivos, y supuestamente elevando la propensión al ahorro al hacerlo más atractivo. Por otra parte, la apertura financiera externa permitiría el ingreso de capitales foráneos, los que complementarían los fondos disponibles para la inversión. Con el libre movimiento de capitales se alcanzaría un volumen de inversión  $V_a > V_c$ , y una igualación de la tasa de interés interna con  $r_f$ .

La tasa de ahorro nacional se elevaría, a pesar de la baja de la tasa de interés, si el desplazamiento de la oferta es suficientemente fuerte, como en el gráfico V.1. Este es un supuesto común, explícito o implícito, en las reformas neoliberales del mercado financiero.

La política cambiaria que se adopte es determinante de los resultados que se logren. La igualación de la tasa de interés requiere que no existan expectativas de variación del tipo de cam-

bio real (deflacionado por la inflación neta). Primero, ello se procuró con una política cambiaria de minidevaluaciones, como se expone en el capítulo IV. Posteriormente, se intentó hacerlo con un tipo de cambio fijo. La política oficial supuso que, ante un régimen de libre comercio, como ya regía en 1979, un superávit fiscal y un tipo de cambio cercano al equilibrio, su congelación nominal impediría rápidamente que la inflación interna superase a la externa. De esta manera, el tipo de cambio se transformaría en el principal instrumento de estabilización del nivel de precios interno (McKinnon, 1981, pp. 32-34). Formalmente se adoptó, así, el monetarismo extremo; esto es, el del enfoque monetario de la balanza de pagos, con su corolario de un tipo de cambio fijo y política monetaria neutra.

El pensamiento oficial asumió que la apertura financiera operaría eficazmente, en la medida en que los movimientos de capitales fuesen realizados por agentes privados, y ello se efectuase preferentemente sin garantías oficiales. De esta manera, los ingresos de capitales, realizados en el caso de Chile y de la mayoría de las naciones en desarrollo en la forma de préstamos bancarios, se efectuarían sólo cuando el prestatario esperase que el rendimiento neto del uso de esos fondos le permitiría pagar los intereses comprometidos. El crecimiento de la deuda externa es el reflejo de una economía sana, que está creciendo con fuerza (de la Cuadra, 1981, p. 1025). En consecuencia, la deuda de prestatarios privados no presentaría peligros de incapacidad de pago. El problema sólo surgiría en caso de que la deuda fuese pública (Robichek 1981, p. 172).

Predominó una visión notablemente ingenua sobre el funcionamiento de las instituciones privadas. Frecuentes eran las declaraciones de las autoridades de que los usuarios sabían distinguir entre buenos y malos bancos. El hecho es que la supervisión prudencial fue muy laxa<sup>1</sup>.

---

1 Es interesante constatar que algo similar aconteció en países desarrollados con la regulación de préstamos a economías en desarrollo. Véase Valdés (1989) sobre la relajación de normas para facilitar el reciclaje de los excedentes petroleros.

Las desviaciones entre el pensamiento oficial y la realidad fueron notables. El volumen de ahorro nacional y la formación de capital resultaron menores que  $V_c$ ; esto es, en vez de crecer, ambos coeficientes disminuyeron notoriamente. Como el uso de ahorro externo se elevó, la caída de la tasa de ahorro nacional se redujo más drásticamente que la de la inversión. La tasa de interés interna se situó en niveles inesperadamente elevados, y espectacularmente por sobre la tasa externa (véase el cuadro V.5). La fijación del tipo de cambio nominal llevó a una significativa pérdida de su poder de compra y a un creciente déficit externo. La deuda privada creció desmesuradamente, y sobre la hipótesis de las autoridades y de los prestatarios de que el costo real permanecería bajo y de que su acceso continuaría expedito en el futuro. Por último, el exceso de endeudamiento, con el correspondiente mayor servicio, debilitó el aparato productivo y la capacidad de pago, en vez de fortalecerlos. La intensidad de estas desviaciones, entre efectos esperados y efectivos, contribuyó al deficiente resultado del modelo impuesto durante los setenta en Chile.

#### **b) El nuevo marco institucional<sup>2</sup>**

En el lapso bajo estudio se pueden distinguir tres subperíodos en cuanto a la aplicación de estas políticas financieras. El primero se sitúa entre 1973 y 1975. Durante éste no se registran cambios sustanciales del sistema financiero interno; los bancos estatizados en el régimen anterior permanecieron en poder gubernamental. Por otra parte, diversas medidas que incentivan la inversión extranjera y los créditos externos surtieron escaso efecto, en el sentido de que los flujos netos no resultaron significativos.

El segundo lapso se inició en 1975, con la liberalización drástica del sistema financiero interno y la privatización de la mayoría de los bancos comerciales. Junto con liberar la tasa de interés en abril del mismo año, se permitió pactar reajustes (corrección monetaria) en operaciones de más de 90 días y para

---

2 Antecedentes más detallados sobre las normas que regulaban el movimiento de capitales se proveen en un Anexo de Ffrench-Davis y Arellano (1981).

pagar intereses por depósitos de corto plazo (véase Arellano, 1983). Por otra parte, se eliminaron las normas sobre el control cuantitativo del crédito en moneda nacional, las que se orientaban, principalmente, a canalizar el crédito hacia la producción en vez del consumo, y se uniformaron las operaciones permitidas a las distintas instituciones financieras.

Dentro de esta tendencia a la uniformación del tratamiento se incluyó a la banca extranjera. Esta había sido restringida durante los gobiernos de los presidentes Frei y Allende. En diciembre de 1974 se levantó la restricción que hacía prohibitiva su operación en el país. En 1982 existían 19 bancos extranjeros en Chile, pero cubrían sólo 10% de las colocaciones del sistema financiero. La apertura frente al financiamiento externo fue paulatina. La evolución experimentada en este aspecto contrasta con la creciente y rápida liberalización comercial. No obstante, en los años siguientes, se registró un intenso ingreso de capitales, que creció aceleradamente entre 1977 y 1981. Los factores determinantes de ese flujo fueron la abundancia de fondos en el mercado internacional, la baja deuda bancaria inicial y la imagen de solvencia que proyectaba Chile, y las escasas restricciones internas y externas al uso de los fondos.

Por último, el tercer subperíodo se inicia a fines de 1981. A pesar de que se intensificó aún más la liberalización de los ingresos de capitales, los flujos netos se redujeron drásticamente, en respuesta tanto a los primeros síntomas de la crisis financiera internacional como al tardío reconocimiento por parte de la banca internacional del sobreendeudamiento incurrido por Chile. Cuando explotó oficialmente la crisis de la deuda en México, en agosto de 1982, Chile ya se encontraba en medio de una profunda crisis. En efecto, desde el segundo semestre de 1981, el PIB estaba decreciendo sostenidamente (véase Marcel y Meller, 1983).

El propósito principal de la gradualidad en la liberalización de las limitaciones a la magnitud y plazos de los movimientos de capitales fue asegurar el control monetario, el que ocupó durante varios años el papel protagónico en la política antiinflacionaria. Las autoridades consideraron que, dadas las grandes diferencias

que existían entre las tasas de interés interna y externa, una liberación drástica de la cuenta de capitales atraería créditos en volúmenes tales que retrasarían el programa de estabilización.

Sin embargo, las declaraciones oficiales siempre insistieron en el carácter transitorio de las restricciones vigentes. De hecho, a través del tiempo, se liberalizó el movimiento de capitales mediante el aumento de los montos máximos de endeudamiento, y la supresión de restricciones o su reemplazo por otras más flexibles.

En 1981, cuando el uso neto de capitales extranjeros alcanzó al 21% del PIB<sup>3</sup>, los ingresos de créditos financieros (correspondientes al artículo 14 de la Ley de Cambios Internacionales) estaban sujetos a un plazo mínimo de permanencia de 24 meses y a un depósito obligatorio de un porcentaje del crédito (10 ó 15% según el plazo) en el caso de operaciones a menos de 66 meses. No existían restricciones especiales al volumen de crédito que los bancos podían tomar en el exterior y prestar denominados en moneda extranjera en Chile, pero sí persistía un límite a los avales que podían otorgar. Durante 1982, en medio de la crisis interna de la economía chilena, se suprimió el plazo mínimo de 24 meses de los créditos y el porcentaje del depósito obligatorio se fijó en 5% del préstamo externo, tasa similar a la de las reservas exigidas por depósitos bancarios internos.

### **c) Flujos de capital financiero y deuda: volumen, origen y destino**

Los movimientos de capitales crecieron aceleradamente desde 1977. A pesar de que el sector externo chileno registró a partir de esa fecha un elevado y creciente déficit en cuenta corriente, el ingreso neto de capitales permitió una significativa acumulación de reservas internacionales hasta 1981. El mayor flujo tuvo lugar en un marco de gran expansión del sector externo, en especial de la importación de bienes de consumo prescindibles. El movimiento de capitales se concentró, en forma abrumadora, en

3 Cifra a precios constantes de 1977, reescaladas por el tipo de cambio promedio de 1976-78. En dólares corrientes es 14,5%, debido al elevado valor que alcanzó el PIB en 1981 a consecuencia de la excesiva apreciación cambiaria.

créditos al sector privado, sin garantía estatal, con proporciones menores al 20% para los ingresos en la forma de inversión extranjera directa y de préstamos al sector público.

El cuadro V.1 muestra la evolución de diversos indicadores de los movimientos de capitales anuales. Los flujos, expresados en moneda de poder adquisitivo constante, aumentaron en forma notoria en la segunda mitad de los años setenta (cols. 1 y 2). Asimismo, crecieron como proporción de diversas variables internas. En las columnas (3) y (4) se observa que los movimientos de capitales aumentaron, notablemente, como proporción de la inversión interna bruta y del PIB. Ello obedece, en parte, al relativo estancamiento registrado por estas dos variables durante los años setenta. Pero el ahorro externo (déficit en cuenta corriente) y el servicio de capitales, también crecieron (con altibajos) en relación a las exportaciones (columnas 5 y 6), a pesar del comportamiento dinámico que tuvieron éstas durante los primeros años del experimento monetarista. El servicio de la deuda total alcanzó en 1982 al 88% de las exportaciones de bienes y servicios; esto es, tres veces del coeficiente de servicio de los años 1970-74.

En síntesis, a partir de 1977, los movimientos de capitales alcanzaron un peso relativo aceleradamente creciente en la economía chilena. Los coeficientes que describen su incidencia denotan una carga del servicio de la deuda que en los setenta e inicio de los ochenta fue sustancialmente mayor que para el promedio de América Latina (Bacha y Díaz-Alejandro, 1983; Ffrench-Davis, 1983b; Fishlow, 1983).

La actividad deudora (reflejada por el volumen de movimientos brutos y amortizaciones) aumentó en forma más acelerada que los flujos netos de capital, debido a que los plazos de los créditos externos se acortaron. Este fenómeno fue consecuencia directa del incremento de la participación de la deuda con acreedores bancarios privados (véase cuadro V.2) y los plazos más cortos con que operan éstos. La magnitud alcanzada por los movimientos de capitales es reflejada por el hecho de que en el bienio 1980-81 los ingresos brutos de créditos equivaliesen a 24% del PIB.

**Cuadro V.1****Déficit en cuenta corriente y movimientos de capitales, 1970-82**

(millones de US\$ de 1977 y porcentajes)

Años	Saldo cuenta corriente	Ingresos brutos de créditos	Financiamiento externo de la inversión %	Financiamiento externo y PIB %	Déficit de exportación %	Coefficiente de servicio de la deuda %
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1970	-166	941	6,8	1,4	6,5	27,0
1971	-367	772	15,5	2,8	16,9	38,4
1972	-690	1.302	36,4	5,4	40,0	27,9
1973	-441	1.106	24,7	3,6	20,7	25,4
1974	-256	1.064	12,0	2,1	8,9	35,1
1975	-534	1.109	32,5	5,0	29,3	55,6
1976	160	1.086	-11,4	-1,4	-6,5	52,7
1977	-551	1.390	34,1	4,6	22,5	52,8
1978	-965	2.559	50,9	7,4	38,5	58,7
1979	-933	2.691	42,2	6,6	27,3	50,8
1980	-1.382	3.270	51,2	9,0	36,8	47,7
1981	-3.348	4.640	108,1	20,7	103,2	70,8
1982	-1.693	2.238	87,2	12,2	53,4	88,5

Fuente: Elaboraciones sobre la base de Banco Central, Balanza de Pagos, Deuda Externa de Chile y Cuentas Nacionales en pesos de 1977. Las cifras nominales en US\$ se deflacionaron por el índice de precios externos, IPE (Ffrench-Davis, 1984) para su conversión en moneda de 1977. (3) Mide la relación entre el déficit en cuenta corriente (DCC) y la formación bruta de capital fijo; (4) relación entre el DCC y el PIB; (5) relación entre el DCC y las exportaciones de bienes y servicios no financieros; (6) cociente entre los egresos brutos de créditos más intereses netos respecto de las exportaciones de bienes y servicios no financieros. Para la conversión en US\$ de las cifras de PIB e inversión, disponibles originalmente en pesos de 1977, se utilizó el tipo de cambio real promedio del trienio 1976-78, expresado en pesos de 1977 por dólar del mismo año.

Durante el período que se analiza, se registraron cambios significativos en lo tocante a los agentes (acreedores y deudores) que participan en los movimientos de capitales.

En relación con los acreedores (cuadro V.2), en 1981 el 84% de la deuda externa era con bancos e instituciones financieras; éstos cubrían apenas el 19% a fines de 1974. La contrapartida de la privatización del origen fue una disminución del monto nominal de la deuda bilateral con organismos oficiales. Dicha reasignación fue producto, en parte, del auge de la oferta externa de fondos bancarios y de que ésta, antes de 1977, estuviese relativamente poco utilizada por Chile en comparación a otros

países semiindustrializados. Desde entonces se puso rápidamente al día y, entre los países en desarrollo no exportadores de petróleo, se transformó en uno de los principales deudores de los mercados internacionales de capitales privados. Dentro del contexto latinoamericano, la deuda bancaria de Chile superó en 1982 los US\$ 1.000 por habitante en comparación con US\$ 600 del

**Cuadro V.2**

Deuda externa total y con instituciones financieras privadas, 1974-82

Años	Deuda total mill. de US\$	Instituciones financieras acreedoras	
		Mill. US\$	Participación % en deuda total
	(1)	(2)	(3)
1974	4.776	923	19,3
1975	5.453	1.352	24,8
1976	5.392	1.506	27,9
1977	5.763	2.144	37,2
1978	7.153	3.723	52,0
1979	8.790	5.885	67,0
1980	11.325	8.579	75,8
1981	15.700	13.169	83,8
1982	17.263	14.986	86,8

Fuente: Banco Central, *Deuda Externa de Chile 1982*, agosto de 1983, cuadros 1, 3 y 11; French-Davis y Arellano (1981, cuadro 7). La deuda total se refiere al saldo vigente desembolsado a fines de cada año. Además de la deuda tradicional, incluye pasivos externos en moneda nacional, con el FMI y de corto plazo contraídas por sectores distintos que el sistema monetario, con la excepción de la operaciones directas de comercio exterior.

promedio regional, y cerca de US\$ 500 de Brasil (French-Davis, 1983a, cuadro V.5). Por otra parte, la deuda bancaria de Chile creció 57% por año entre 1977 y 1981, frente a una media de 28% del conjunto de los países en desarrollo.

En lo que respecta a los deudores, los flujos crediticios en favor del sector privado exhiben un crecimiento marcado, en tanto que predominan las amortizaciones de la deuda del sector público. Es así como, desde 1975, el creciente ingreso neto de capitales fue recibido mayoritariamente por el sector privado, mientras que el fisco avanzaba hacia un superávit presupuestario. Esta situación obedeció a una política deliberada de reducción de la participación estatal. Ello fue facilitado por el cambio ocu-



rrido en los mercados internacionales: la pérdida de peso de las instituciones financieras oficiales que operaban preferentemente con usuarios gubernamentales, y la emergencia vigorosa de los mercados internacionales de capitales privados que ofrecían acceso tanto a deudores públicos como privados.

La evolución descrita de las corrientes anuales de fondos, se refleja en los saldos acumulados de la deuda externa. El cuadro V.3 consigna la composición de la deuda bruta y neta (bruta menos reservas) según prestatarios. El nivel de reservas internacionales se incrementó en forma sostenida hasta 1981. Ello tiene implicaciones tanto para determinar el origen del desequilibrio (exógeno o endógeno) y para examinar los efectos que surte el endeudamiento externo sobre la capacidad de compra interna. Cuando el crédito foráneo tiene como contrapartida un mayor déficit en cuenta corriente (por ejemplo, en respuesta a un aumento de las importaciones estimulado por medidas tales como apreciación cambiaria o mayor liberalización de las importaciones), el tomador del crédito incrementa su poder de com-

**Cuadro V.3**  
Deuda externa según prestatarios, 1973-82  
(millones de US\$)

Años	Deuda bruta		Deuda neta		Participación privada en deuda neta % (5)
	Sector Público (1)	Sector Privado (2)	Sector Público (3)	Sector Privado (4)	
1973	3.276	786	3.063	716	18,9
1974	3.896	879	3.709	773	7,2
1975	4.426	1.027	4.252	931	18,0
1976	4.252	1.140	3.718	1.016	21,5
1977	4.319	1.444	3.763	1.339	26,2
1978	4.858	2.295	3.648	2.147	37,0
1979	5.018	3.772	2.882	3.053	54,9
1980	4.905	6.426	1.569	5.986	79,2
1981	5.145	10.561	1.878	9.761	83,9
1982	5.892	11.371	3.866	10.586	73,2

Fuentes: Elaboraciones sobre la base de Banco Central, *Boletín Mensual*, mayo de 1983, *Deuda Externa de Chile*, 1979 y 1982; DIPRES, *Exposición sobre el Estado de la Hacienda Pública*, octubre de 1982.

Notas: La deuda privada con garantía pública y la contraída por el Banco del Estado de Chile se incluyeron en la col. (2). Las cols. (3) y (4) representan la deuda bruta menos las reservas internacionales del Banco Central y del sistema financiero, respectivamente. Para la medición de las reservas, las tenencias de oro fueron valoradas al precio real constante de US\$ 42,222 la onza de oro fino base 1977.

pra sin un impacto neto en la liquidez del resto de la economía. En cambio, cuando el crédito externo involucra en definitiva un aumento de las reservas, el deudor incrementa su capacidad adquisitiva, a expensas del resto de la economía mediante reducción del crédito interno o del gasto público.

Una estimación del impacto neto del movimiento de capitales, es provisto en las columnas (3) y (4). Allí se presenta el stock de la deuda neta de los sectores público y privado, respectivamente. Como la acumulación de activos se concentró en el sector público (Banco Central), hasta 1981 se registró una reducción sustancial de sus pasivos netos (saldo acumulado de préstamos vigentes menos reservas del sector). En el caso del sector privado, en cambio, el endeudamiento neto creció aceleradamente, multiplicándose por 13 entre 1974 y 1981. Estos antecedentes muestran claramente que los flujos de capitales externos contribuyeron a acentuar el proceso de privatización del gasto en la economía chilena y, debido a la forma que adoptaron, a su concentración.

Cabe destacar que la gran mayoría de la deuda privada se contrajo sin la garantía estatal. De esta manera, dos tercios de la deuda total de Chile no contaban con garantía pública en 1981. La presencia de esos pasivos sin garantía, pudo haber constituido un factor decisivo en la renegociación de la deuda.

En cuanto a los intermediarios de los capitales externos, hasta 1977 el sector privado obtenía directamente una parte significativa de los fondos, debido a las restricciones cuantitativas que los bancos en Chile respecto de los créditos financieros. Esto merece, no obstante, dos calificaciones. Por una parte, el segmento del sector privado no financiero con mayor acceso al crédito externo era aquél con conexiones más estrechas con instituciones bancarias nacionales y extranjeras. Por otra parte, una proporción importante de esos préstamos contó con avales bancarios. Desde 1978 el sector bancario interno adquirió mayor importancia en la intermediación directa del financiamiento externo. El cuadro V.4 consigna antecedentes sobre los créditos ingresados a través del artículo 14. El 94% del flujo bruto fue captado por el sector privado.

**Cuadro V.4**

## Artículo 14: Flujos brutos anuales según deudores, 1976-82

Años	Millones de US\$ (1)	Sector público (2)	Composición porcentual		
			Sector privado no financiero		Instituciones financieras (5)
			Sin aval (3)	Con aval (4)	
1976	262,6	13,3	86,3		0,4
1977	336,4	13,2	80,1		6,7
1978	780,2	4,2	31,0	26,0	38,8
1979	1.245,2	1,8	34,7	21,6	41,9
1980	2.503,7	3,1	14,5	17,6	64,8
1981	4.516,7	1,9	20,6	4,6	72,9
1982	1.770,8	24,4	24,7	6,1	44,8

Fuente: Elaboración sobre la base de Banco Central, "Créditos liquidados Artículo 14", mimeo, diciembre de 1980, y *Boletín Mensual* N° 662, abril de 1983.

Notas: (1) es el flujo anual bruto de liquidaciones (créditos desembolsados, menos depósitos obligatorios). La distribución entre las cols. (2) y (5) se estimó en base a la de Santiago.

Durante los primeros años, a pesar de la expansión del endeudamiento externo y del aumento del déficit en cuenta corriente, el gobierno no mostró gran preocupación al respecto. Por el contrario, sostuvo que lo que importaba era cómo evolucionaba la deuda neta real, cuál era la tasa de interés pagada y si era el sector público o el privado el que se endeudaba.

La medición oficial de la deuda neta real mostró, en el quinquenio 1976-80, una reducción. En efecto, bajó desde US\$ 5.300 millones en 1975 a US\$ 4.300 millones en 1980 (en moneda de 1977). Hubo dos factores externos que explicaron esa reducción, en contraste con un elevado endeudamiento anual. En primer lugar, por su incidencia, se ubica la alta tasa de inflación internacional en esos años, la que erosionó el valor real del saldo de la deuda; en segundo lugar, la deuda neta disminuyó en respuesta al alza del precio de aquella parte de la reserva mantenida en oro. Estos dos factores externos explicaron una disminución de la deuda neta real de US\$ 2.700 millones en el quinquenio (véase French-Davis y Arellano, 1981). En consecuencia, en vez de reducirse su valor real en 18%, en ausencia de aquellos dos factores la deuda habría crecido en un tercio, y con una fuerte aceleración hacia fines del mencionado período. Resultaba entonces claro que la dinámica impresa al endeudamiento externo era

peligrosa, y además perjudicial para el desarrollo nacional, como se demuestra más adelante. No obstante, autoridades del gobierno sostuvieron, hasta el final, que endeudarse representaba un buen negocio, pues la tasa de interés real era negativa o baja; por otra parte, los deudores se ubicaban en el sector privado, sujeto a las reglas de un mercado libre, por lo cual resultaba, según la opinión oficial, indiscutiblemente eficiente.

## 2. ENDEUDAMIENTO Y AJUSTE MACROECONÓMICO

Un proceso masivo de endeudamiento externo, como el que tuvo lugar entre 1977 y 1981, provoca efectos significativos en numerosos ámbitos de la economía nacional. En Chile surtió profundos efectos sobre la demanda global y su composición, contribuyó a la espectacular concentración del patrimonio (véase el capítulo VIII), alteró el funcionamiento del proceso de ahorro e inversión y condicionó de manera determinante el manejo de las políticas monetaria y cambiaria.

El impacto inicial del endeudamiento externo involucra un incremento de la disponibilidad de divisas. Esta tiene como contrapartida dos posibilidades. Una es un aumento de las reservas internacionales, por lo común, con la consiguiente alza de la emisión; la otra consiste en la ampliación del déficit de la cuenta corriente. En la práctica, hasta 1981, el creciente endeudamiento se manifestó, paralelamente, en ambas vertientes. En efecto, el ingreso neto de capitales fue superior a la capacidad de absorción por parte de la economía nacional. El déficit en cuenta corriente aumentó en forma sostenida y en magnitudes notables (véase cuadro V.1, columnas 1 y 4); ya en 1980, el uso neto de capital foráneo se empujaba al equivalente de 9% del PIB, en contraste con un 5% para el promedio de América Latina. La diferencia entre el volumen de los fondos recibidos y los utilizados dio origen al alza de las reservas internacionales registrada hasta 1980; en este último año, el saldo acumulado de las reservas del Banco Central llegó a representar el 68% de las importaciones anuales de bienes.

La rápida acumulación de reservas provocó efectos sustanciales sobre el manejo de las políticas monetaria y cambiaria. Por otra parte, los voluminosos movimientos de capitales, tanto los que se utilizaron en financiar un mayor gasto en importaciones así como aquellos que pasaron a engrosar las reservas internacionales, involucraron que una proporción muy elevada de todo el crédito disponible en la economía nacional se originase en los fondos extranjeros. A pesar de su volumen, persistieron sustanciales diferencias entre las tasas internas y externas de interés. A estos tres tópicos se dedica la presente sección.

#### **a) Política monetaria y desplazamiento del crédito interno**

Las operaciones de cambio (compra neta de divisas por parte del Banco Central) constituyeron desde 1975 la principal fuente de expansión de la emisión (Ffrench-Davis y Arellano, 1981, cuadro 13). Con el correr del tiempo, el fenómeno se intensificó, y en el trienio 1978-80 esas operaciones representaron más del 100% de la emisión. Como se ha documentado anteriormente, una proporción predominante de las compras netas de divisas del Banco Central provino del sector privado. Incluso, en algunos años las operaciones de cambios con el sector público tuvieron un efecto contractivo. Respecto de las operaciones crediticias del Banco Central, las realizadas con el Fisco exhibieron un saldo negativo a partir del año 1975 y con el sector privado experimentaron una expansión modesta en todo el período. Esta situación persistió hasta 1981, cuando empezaron a emerger a la superficie los graves desajustes macroeconómicos que se habían ido acumulando en la economía chilena, y se inició la pérdida de reservas internacionales. Correspondientemente, el efecto monetario de las operaciones de cambio se tornó marcadamente restrictivo.

Como se indicó en la sección 1, durante ciertos lapsos se utilizaron restricciones directas al ingreso de capitales como instrumento de programación monetaria. Una de estas restricciones estuvo dirigida a controlar el efecto monetario del ingreso de capitales, al limitar el monto de recursos que podía ser cambiado en el Banco Central mensualmente. Dicha limitación estuvo vigente —con sucesivas modificaciones en los montos máximos de liqui-

daciones autorizadas— entre septiembre de 1977 y abril de 1980. Estas restricciones fueron insuficientes para limitar el ingreso de préstamos al sector privado a un volumen compatible con la expansión monetaria deseada por la autoridad económica. En consecuencia, ésta actuó sobre las otras fuentes de emisión y sobre el tipo de cambio. En ambos casos se produjo un desplazamiento (crowding-out) de la economía interna por parte de la asociada con el exterior. El crédito interno del Banco Central (redescuento o préstamos al sistema bancario) se restringió ante el incremento de la emisión por concepto de la compra neta de divisas. A su vez, el tipo de cambio real se revaluó (véase el punto b de esta sección), en respuesta a la acumulación de reservas, desplazando así del mercado a los productores nacionales de bienes transables.

Las metas de expansión de la liquidez tuvieron vigencia mientras predominó el enfoque monetario de economía cerrada. Posteriormente, en 1979, se adoptó el enfoque monetario de economía abierta: se congeló el tipo de cambio nominal, y se adoptó una política monetaria neutra. Entonces, las variaciones de reservas internacionales debían ser las determinantes de la liquidez de la economía nacional, en un marco de presupuesto fiscal equilibrado y tasas de encaje bancario bajas y estables.

Por tres años, entre mediados de 1979 y de 1982, prevaleció en plenitud el enfoque monetario de la balanza de pagos. Durante el último año de su vigencia se inició un ajuste automático contractivo con efectos desastrosos sobre el empleo y la producción nacional (véase cap. II; y Arellano y Cortázar, 1982).

#### **b) Política cambiaria: inestabilidad y atraso<sup>4</sup>**

El ingreso de recursos financieros externos fue crucial para permitir el manejo del tipo de cambio con objetivos distintos al de una asignación eficiente de recursos, sin deteriorar —hasta 1981— el saldo global de la balanza de pagos. El uso del tipo de cambio para guiar las expectativas (en 1976-79) y/o fijar un lí-

---

4 Un análisis de las políticas cambiarias en el período 1965-82 se encuentra en el capítulo IV.

mite de crecimiento a los precios internos (1979-82) resultó en una menor inflación. Sin embargo, persistentemente la inflación (neta) cayó más lentamente que el tipo de cambio; éste actuó como ancla de la inflación, desvalorizándose durante el proceso. Esto, sumado a la liberalización de las importaciones y a la recuperación de la actividad económica registrada entre 1977 y 1981, causaron el ya mencionado déficit notable de la cuenta corriente<sup>5</sup>. Paralelamente, el deterioro gradual del tipo de cambio real (TCR) disminuyó el costo del endeudamiento externo, de manera que en 1979 y 1980 fue negativo. En consecuencia, los flujos fueron estimulados por las variaciones del TCR. Algunas de las restricciones usadas para controlar el ingreso de capitales contribuyeron a independizar los movimientos de capitales privados de las fluctuaciones cambiarias de corto plazo. En particular, cabe destacar el límite mínimo de dos años plazo para el endeudamiento y el depósito obligatorio decreciente según el plazo. En cambio, los créditos típicos de eurodólares, que operaban a plazos mayores, fueron alentados por la percepción de que la revaluación era un fenómeno persistente y sostenible.

### c) Diferenciales entre tasas de interés

El enfoque oficial esperaba una fuerte tendencia a la reducción de los márgenes de intermediación financiera, y a la igualación entre las tasas de interés interna y externa, en respuesta a la liberalización del sistema. No obstante, durante todo el período persistieron grandes diferencias entre las tasas de interés pasivas y activas del mercado financiero interno, y el nivel de ambas fue notablemente alto. Además, a pesar de los voluminosos ingresos de ca-

---

5 El incremento del déficit estuvo asociado también al alza de los intereses y al deterioro del precio del cobre. Respecto de este rubro, el menor ingreso fiscal en 1981, en comparación con el promedio de 1960-70, equivalió a 0,7% del PIB de 1981. Las cifras en valores corrientes del aporte fiscal de la gran minería del cobre, aquí se deflataron por el IPE. El intenso deterioro del precio del cobre fue compensado parcialmente por la mejora de la cotización del molibdeno, el aumento de la producción cuprera y, principalmente, por la captación para Chile de la renta económica de los yacimientos de cobre, en virtud de la nacionalización de esta actividad en sucesivas etapas en 1966, 1969 y 1971 (véase Ffrench-Davis y Tironi, 1974).

pitales registrados, en especial desde 1979, las tasas internas continuaron superando largamente a las internacionales, como lo muestra el cuadro V.5.

**Cuadro V.5**

Tasas de interés real interna y externa, expresadas en pesos, 1975-82  
(% anuales)

Años	Interna (1)	Externa (2)	Diferencial (3)
1975 <sup>a</sup>	121,0	—	—
1976	51,2	-21,1	72,3
1977	39,4	0,2	39,2
1978	35,1	3,8	31,3
1979	16,9	-0,9	17,8
1980	12,2	-8,0	20,2
1981	38,8	12,4	26,4
1982	35,2	45,0	-9,8

Fuentes: Elaboraciones sobre la base de Banco Central, INE, Cortázar y Marshall (1980) y Ffrench-Davis y Arellano (1981). En 1982 se utilizó el tipo de cambio preferencial para calcular la tasa de interés externa. La tasa interna se refiere al segmento predominante del mercado, de colocaciones a plazos de 30-89 días; la tasa de interés externa es la pagada por créditos bancarios obtenidos a través del artículo 14, más el costo por concepto de los depósitos obligatorios y del margen de intermediación financiera, todo convertido a su equivalente en pesos constantes.

<sup>a</sup> Segundo semestre, después de la liberalización de las tasas de interés.

Se puede constatar que la brecha ex post entre las tasas activas interna y externa nunca bajó de 18 puntos por año. No parecen tener validez los argumentos tradicionales de que el diferencial se explicaría por expectativas de devaluación, mayores que la evolución efectiva del tipo de cambio oficial. Por ejemplo, la cotización de la tasa paralela o negra, entre 1977 y 1982, fue muy similar a la oficial. El fácil acceso al mercado cambiario que existiría entonces y el carácter contado de la cotización paralela no lo hacen un indicador preciso de las expectativas de devaluación a 24 meses, plazo mínimo de los ingresos de capitales por intermedio del artículo 14, pero sí refleja el ambiente que prevalecía de un mercado tranquilo y en el que continuamente se registraban ventas de divisas por parte del público en las ventanillas de los bancos.



Es posible que el mercado no estuviese, en aquel tiempo, consciente de la necesidad de ajustar por la inflación externa para los efectos de medir el TCR. Por lo tanto, sería probable que la tasa de interés externa esperada, comparable en el mercado con la tasa real interna, se aproximase más a su nivel nominal en dólares, que a la tasa real ex post presentada en la columna 2 del cuadro V.5. Esa tasa nominal fluctuó entre 14% y 23% entre 1976 y 1982. Por lo tanto, aun bajo esta hipótesis, persistiría una amplia brecha con la tasa del crédito interno.

Además de la brecha interna-externa, prevalecieron diferenciales sustanciales entre las tasas internas activas y pasivas. Las causas que explican los altos márgenes fueron varias y su significación fue cambiando a través del período. En otras partes se ha examinado el tema (Arellano, 1983; Ffrench-Davis y Arellano, 1981; Ramos, 1986, cap. 8). Por ello, aquí nos limitaremos a destacar algunos de los aspectos que poseen mayores implicaciones para el tema de la deuda externa y los movimientos de capitales.

Explicaciones tradicionales sitúan a) a la exigencia de mantener reservas bancarias como determinante de la brecha entre tasas pasivas y activas (margen de intermediación financiera, MIF); b) al déficit fiscal y a la demanda inelástica de crédito por parte de las empresas públicas, de las altas tasas de colocación (activas); c) a las restricciones a los movimientos de capitales, como causantes del diferencial entre  $r_f$  y  $r_c$ . Sin embargo, ninguna de estas explicaciones fue significativa durante todo el período. La primera tuvo cierto peso sólo en 1975-76, debido a exigencias elevadas de reservas bancarias, sin goce de intereses, e inflación alta (superior a 300% anual). No obstante, niveles muy elevados de MIF, netos de los costos de mantención de las reservas, persistieron durante la mayor parte del período 1975-82. Asimismo, el déficit fiscal se redujo sustancialmente y con rapidez (equilibrándose en 1975) y se transformó en un superávit sólido desde 1976 (Larraín, 1991, cuadro 4.4). Por último, a pesar de la subsistencia de algunas restricciones a los movimientos de capitales, éstos alcanzaron montos muy altos, como se mostró en la sección 1. Por lo tanto, el análisis ortodoxo no pue-

de explicar que, con ingresos netos de capitales equivalentes en promedio a 8% del PIB en 1978-80, la brecha entre tasas internas y externas registrase una media de 23 puntos anuales (véase cuadro V.5). En ese período, como se señaló, era evidente que aún no había expectativas generalizadas de una devaluación masiva.

Entonces son otros los factores con mayor peso en explicar el comportamiento de las tasas de interés y de los MIF.

Primero, diversos antecedentes sugieren que el sistema bancario era ineficiente, elevándose sus costos de operación después de la reforma. Una de las causas de ello hasta 1977 fue la subutilización de su capacidad instalada. Por otra parte, la operatoria a plazos tan cortos tanto de los depósitos como de las colocaciones constituía una causa de recargos de costos. Esto explicaría que en 1978 su nivel de gasto fuese del orden del 8% de las colocaciones, cifra que es muy elevada en términos comparativos internacionales. No obstante, aun después de descontar los costos operativos, subsiste un MIF alto.

En segundo lugar, el corto plazo de las operaciones facilitó la vigencia de tasas elevadas<sup>6</sup>. Los demandantes sin acceso al crédito externo enfrentaron, en forma contemporánea con la liberalización de las tasas de interés, una grave recesión de la demanda interna. En un contexto de profusa publicidad de que la recesión sería muy breve, muchos empresarios recurrieron al crédito caro de corto plazo, en vez del cierre de sus actividades, a la espera de una pronta reactivación de la demanda. En estas circunstancias, los deudores no tomaban un crédito por un año al 40% real, sino que a 30 días al 2,5 ó 3%, previsiblemente renovable por algunos meses. Sin embargo, la demanda efectiva permaneció en general aún deprimida hasta 1981 (y crecientemente a la zaga de la demanda agregada) y las tasas de interés continuaron altas e inestables. Recuérdese que recién en 1981, el PIB efectivo se situó cerca de la frontera productiva (véase cap. I). Ante la continuada postergación de la esperada reactivación, de una devaluación para los productores de transables o de la reversión de la

---

6 En varias ocasiones, fue el ritmo descendente de la inflación y el ajuste rezagado de las tasas de interés nominales.

liberalización comercial para los sustituidores de importaciones, los deudores procedieron a sucesivas renovaciones de sus pasivos bancarios, con un incremento del riesgo que involucraban (véanse Harberger, 1985; Held y Jiménez, 2001; Mizala, 1992). Este fenómeno fue reforzado por la demanda crediticia de actividades perjudicadas por la liberalización arancelaria que, contra las expectativas empresariales de que fuese abandonada, se mantuvo, e incluso, imprevistamente, en varias ocasiones, se intensificó, hasta culminar en un arancel uniforme de 10% en 1979.

En tercer lugar, aparecieron ciertas oportunidades de inversión altamente rentables. Numerosas empresas públicas se licitaron a precios significativamente inferiores a los normales de mercado. Similares oportunidades ofreció la inversión en bienes raíces y valores mobiliarios, cuyos precios reales subieron notablemente: el índice general de precios de acciones se quintuplicó en valores constantes entre 1975 y 1979, y casi se duplicó en 1980. La eliminación de regulaciones sobre el uso del crédito bancario, posibilitó una reasignación expedita hacia estos usos, los que desde el punto de vista privado involucraban una inversión, pero no así desde el punto de vista nacional.

En cuarto lugar, se registró un aumento notable del crédito al consumo, en particular de bienes durables importables. Nuevamente la supresión de las restricciones vigentes anteriormente sobre el crédito bancario para consumo facilitó el cambio de la composición del gasto. Por otra parte, la liberalización de las importaciones promovió la expansión de la demanda por crédito, para su utilización en la comercialización de bienes de consumo importado. De esta manera, el ahorro de algunos nacionales se filtró, por intermedio del sistema financiero, hacia el consumo importado. Esta es una explicación de la notable baja observada en la tasa de ahorro nacional, en contraste con el aumento del ahorro captado por el sistema bancario, que se multiplicó por seis entre 1976 y 1981<sup>7</sup>.

---

7 El saldo de colocaciones del sistema bancario, en moneda nacional y extranjera, subió de 9% del PIB en 1976 a 55% en 1981. Cifras inclusive de colocaciones del Banco Central son 33% y 62%, respectivamente. Véase Arellano (1983, cuadro 4).

En el cuatrienio 1979-82, período de supuesto gran éxito del modelo económico, la tasa de ahorro nacional, medida como la tasa de formación bruta de capital menos el uso de capital extranjero (DCC/PIB), promedió apenas 9% del PIB.

En quinto lugar, el carácter gradual de la recuperación de la actividad económica interna y de los salarios, desde los niveles muy deprimidos alcanzados en 1975, y la masiva publicidad oficial en el marco autoritario vigente, contribuyó a crear la imagen de una economía dinámica y de rápido crecimiento<sup>8</sup>. Y a medida que la recuperación, sobre la base de utilización de la capacidad instalada, llegaba a su fin, la demanda agregada fue alimentada con los voluminosos créditos externos, que sustentaron un auge del gasto hasta avanzado 1981. El ambiente exitista creado, con la consiguiente expectativa de ingresos crecientes, empujó a los consumidores y a las empresas a continuar incrementando su endeudamiento y a los bancos a renovar y ampliar fluidamente sus líneas de crédito. En este marco, las entidades bancarias compitieron entre sí, en parte reduciendo el precio de sus servicios (MIF), pero también rebajando las garantías exigidas a sus prestatarios.

En sexto lugar, una proporción significativa de los fondos fue asignada por los bancos a empresas relacionadas patrimonialmente. Por ejemplo, el banco principal del grupo económico más grande, en 1982 tenía el 42% de su cartera colocada en empresas abierta y directamente relacionadas con el grupo (Harberger, 1985; Held y Jiménez, 2001). Por consiguiente, la transacción financiera se tornaba así en una operación interna del grupo, debilitándose los criterios de evaluación y los procedimientos de cobranza.

Séptimo, en el contexto descrito, el elevado costo de los préstamos en el mercado interno de capitales, en vez de reducir su

---

8 Como lo ha documentado Schmidt-Hebbel (1988), del explosivo aumento en el consumo de bienes transables de 1976 a 1981... la mitad se explica por la reducción de las restricciones al crédito o liquidez de los consumidores y la otra mitad por la revaluación de su riqueza al esperar mayores ingresos permanentes, inducidos, en gran medida, por la euforia y propaganda oficial (p. 178).

demanda, contribuyó a aumentarla (Mizala, 1992). En efecto, los últimos cinco factores tendieron a tornar más inelástica la demanda por crédito; al mismo tiempo, el alto costo financiero llevó a incrementar la demanda por fondos para poder pagar los intereses, predominando ese efecto por sobre el efecto precio en sentido opuesto. La magnitud del efecto costo financiero es ilustrada por el hecho que, entre 1976 y 1982, un deudor promedio pagó intereses en exceso, por sobre una tasa real normal de 8% anual, por el equivalente a 300% del préstamo inicial. Esto es, un prestatario que cada año pagase efectivamente el 8% al acreedor, renovase el principal y capitalizase los intereses en exceso del 8%, tendría a fines de 1982 una deuda cuatro veces la inicial, en moneda de poder adquisitivo constante<sup>9</sup>. Nótese que, en contraste, el deudor con el exterior en iguales circunstancias, al momento anterior a la devaluación de 1982, tendría una deuda real 44% inferior a la contraída en 1976. Por lo tanto, después de una devaluación real masiva de 80%, habría terminado con una deuda sólo igual a la inicial (y apenas equivalente a una cuarta parte del pasivo del deudor de préstamos denominados en pesos). El cálculo, obviamente, es sensible al período que se tome como partida. Por ejemplo, los deudores tardíos, que tomaron créditos expresados en moneda extranjera recién en 1981 o en el primer semestre de 1982, experimentaron una drástica pérdida, después de considerar las devaluaciones reales registradas en 1982.

Por último, se supone habitualmente que la corriente de fondos externos ingresa a un mercado integrado, con gran sustituibilidad entre los recursos de origen interno y externo. En consecuencia, se tenderían a igualar ambas tasas de interés. Es probable que el crédito externo contribuyó a aliviar la demanda por fondos en el mercado interno. No obstante, fueron más fuertes los efectos de los factores mencionados anteriormente, que empujaron hacia arriba a la tasa interna activa. Ello obedeció a la persistente segmentación que exhibió el mercado. De hecho, sólo

---

<sup>9</sup> Los cálculos se efectuaron con el IPC corregido. En caso de usarse el IPC oficial, el saldo de la deuda real se habría multiplicado por 5,3. El error acumulado en el cálculo del IPC oficial en el trienio 1976-78 fue cercano a 30%. Véase Cortázar y Marshall (1980).

una parte de los deudores pudo endeudarse directamente en el exterior, o tener acceso a los créditos intermediados por las entidades bancarias locales. De esta manera, la diferencia entre tasas internas en pesos y externas exhibió magnitudes notablemente altas. Como se señaló antes, la explicación no reside en las expectativas de devaluación, pues hasta avanzado 1981 éstas no tenían significación, sino en la fuerte segmentación prevaleciente en el mercado financiero. Por supuesto, la segmentación no fue absoluta. En una gama importante del mercado, hubo prestatarios que tuvieron acceso simultáneo a fuentes internas y externas de fondos, en proporciones variadas según sus conexiones bancarias<sup>10</sup>.

La disponibilidad de crédito de origen externo fue cuantiosa, alcanzando a representar en 1981 alrededor de 40% de los fondos prestables del sistema financiero más los créditos externos directos. Por lo tanto, las diferenciales de interés tuvieron efectos sustanciales, tanto desde el punto de vista asignador como distributivo (Zahler, 1980). Pequeños y medianos productores quedaron relegados mayoritariamente al segmento con tasas altas. En cambio, las entidades relacionadas con la administración de las instituciones financieras y los principales grupos económicos, contaron con un acceso expedito al crédito externo, ya sea en forma directa o a través de la intermediación de los bancos nacionales. La notable y prolongada segmentación contribuyó a explicar la espectacular concentración del ingreso y patrimonio registrada en estos años.

#### **d) Deterioro de la cartera y supervisión prudencial**

El endeudamiento externo estuvo asociado a un boom crediticio interno. La disponibilidad global de crédito se expandió por préstamos externos directos sin aval a sus usuarios (col. 3 del cuadro V.4) y con aval (col. 4), por créditos externos intermediados por los bancos locales (col. 5), y por otros créditos de estos bancos;

<sup>10</sup> En el mercado interno también se apreció una dispersión significativa. Por ejemplo, las tasas nominales activas medias de pizarra superaron al promedio ponderado de las tasas, calculado por el Banco Central, en 5 y 10 puntos anuales, en 1979 y 1980, respectivamente.

éstos se sustentaban en la liquidez generada por las operaciones de cambio y la correspondiente acumulación de reservas internacionales del Banco Central.

La expansión crediticia se desarrolló en un ambiente de supervisión prudencial muy laxa. Los créditos relacionados fueron creciendo aceleradamente, muchos sin garantías. Para eludir las normas vigentes, se recurrió a créditos cruzados y a empresas de papel, así como desde instituciones off shore. Frente a las elevadas tasas de interés, lo que hacían los bancos era renovar las deudas y conceder nuevos créditos para el pago de los intereses (o capitalización de los intereses); las colocaciones crecieron 38% real por año entre 1976 y 1981. La cartera vencida aparecía baja y las tasas de utilidades de los bancos altas, con una rentabilidad real del orden de 17% sobre el capital y reservas en 1978-80.

Las provisiones eran bajas, tanto las globales como las individuales. En 1979 se redujeron las globales, desde 2% de las colocaciones a 0,75%, y se dijo que se daría preeminencia a las individuales, sin implementar lo segundo. Luego de la explosión de la crisis bancaria, en enero de 1983, aparecería que a fines de 1982 el 19% del saldo de las colocaciones eran relacionadas y representaban el 249% del capital y reservas de toda la banca privada. La profunda debilidad del sistema financiero, resultante de las reformas con un estilo neoliberal, se evidenció en los años siguientes con un enorme costo fiscal (Held y Jiménez, 2001; Sanhueza, 1999).

### 3. VULNERABILIDAD EXTERNA Y DINÁMICA DEL ENDEUDAMIENTO

Las condiciones imperantes en la economía mundial y en el mercado interno, sostuvieron un proceso de creciente endeudamiento, que fue dando vida a una gran vulnerabilidad del sector externo de Chile. En efecto, la forma que adoptó la transferencia de fondos externos y los incentivos provistos por el modelo económico, llevaron a que el endeudamiento externo fuese acompañado por un descenso de la inversión y del ahorro internos (véase cuadro V.1, col. 3); paradójicamente, también se registró un desplazamiento de la producción nacional de transables, cuya partici-

pación en el PIB se redujo (la producción de exportables subió menos que lo que cayó la producción de importables).

Como se mostró en la sección 2, la deuda externa real no aparecía creciendo con fuerza, a pesar de un creciente déficit en cuenta corriente. El comportamiento de la deuda neta real, la facilidad de obtención de nuevos créditos y las tasas de interés reales bajas en los mercados internacionales llevaron a muchos países a una actitud complaciente, durante los años setenta y los inicios de los ochenta. Ello fue reforzado por la opinión imperante en los medios oficialistas nacionales y en las IFIs de que, puesto que el endeudamiento era predominantemente privado, su uso sería eficiente (véase también Robichek, 1981).<sup>11</sup>

El creciente endeudamiento posibilitó una apreciación gradual del tipo de cambio. Esta, a su vez, hizo más atractivo el recurrir a préstamos externos; gracias a la apreciación, el costo real del crédito en moneda extranjera fue negativo durante casi todo el período posliberalización financiera. En paralelo, los precios de activos se elevaban vertiginosamente. Así se retroalimentó el proceso, acelerando el ingreso de capitales, que incrementaron la demanda agregada y permitieron la continuidad de la apreciación cambiaria. De esta manera, la economía nacional se acomodó, crecientemente, a un flujo masivo de capital financiero.

En el aparato productivo estaba aconteciendo lo opuesto de lo que sostenía el enfoque oficial. En efecto, las tasas de ahorro e inversión eran manifiestamente inferiores a los niveles alcanzados en los años sesenta: la tasa de formación bruta de capital fijo apenas alcanzó un promedio de 15,5% del PIB en 1974-82 y en su mejor año (1981) no superó el promedio de 20,2%, registrado en los sesenta. Una proporción creciente de los recursos se dirigió hacia el consumo de bienes importados, desplazando al gasto en transables nacionales y al ahorro interno, cayendo éste de manera

---

11 En efecto, además de las fallas de control interno, hubo una ineficiente asignación de recursos a nivel global. Por ejemplo, mientras Chile aumentaba velozmente su deuda, el *spread* de sus créditos externos (el cual debería reflejar el riesgo de la operación) experimentaba una disminución (para una discusión de este punto, véase Ffrench-Davis y Tapia, 2001).



espectacular. La inversión, en particular en la producción de bienes transables, se desestimuló. Las ventajas comparativas más claras se ubicaban en la compra de activos a precios depreciados, de empresarios altamente endeudados en el mercado interno. Salvo algunos sectores intensivos en recursos naturales, como frutales, forestal y pesca, que se expandieron efectivamente, y las construcciones suntuarias, la inversión se topó con la dificultad de identificar la ubicación de las ventajas comparativas: el atraso e inestabilidad cambiarias, el comportamiento de las tasas de interés, el desmantelamiento de las actividades públicas de apoyo a la producción, la reducción de la inversión pública, la liberalización indiscriminada de las importaciones, todos convergieron para proveer un marco desestimulante para la inversión productiva.

Paradójicamente, a pesar del ambiente de exitismo prevaleciente y de la estrecha intercomunicación entre el gobierno y los grupos económicos, el proceso de formación de capital se debilitó. Ello se debió, por una parte, al sesgo financierista que se le imprimió a la economía nacional; recuérdese que los dos sectores más dinámicos del origen sectorial del PIB, entre 1974 y 1981, correspondieron al valor agregado por el sector financiero y por la comercialización de bienes importados (véase el cuadro II.1). Por otra parte, destaca la dificultad de visualizar las oportunidades de inversión productiva, en un entorno que sufría tantos cambios drásticos y no contemplaba un estado activo que cumpliera una función complementadora del desarrollo nacional (véanse artículos de Ffrench-Davis, Foxley y Muñoz en CIEPLAN, 1983).

Más allá del deficiente desempeño del aparato productivo, resultaba obvio que la dinámica impresa al sector externo era insostenible por largo tiempo, aun cuando no cambiase la situación externa. Sin embargo, la opinión oficial era que el proceso sería autorregulable. Dado que no había déficit fiscal, que la emisión era menor que el valor de las reservas internacionales<sup>12</sup> y la políti-

---

12 A fines de 1980 las reservas del Banco Central eran de US\$ 4.072 millones. No obstante, tenía pasivos no considerados en la definición de reservas por US\$ 945 millones, y el sistema bancario contaba con pasivos netos equivalentes a US\$ 3.260 millones.

ca monetaria era neutral, se sostenía que era imposible que surgiera una crisis cambiaria; diversas autoridades afirmaban que incluso podrían darse argumentos económicamente válidos para una revaluación (De la Cuadra, 1981, p. 1024). Se confiaba en que las importaciones de bienes de consumo alcanzarían una rápida saturación y que la capacidad de ajuste de la economía habría sido fortalecida con las reformas impuestas desde 1973. En contraste con esas opiniones, cuando estaban por emerger los problemas financieros internacionales, en 1981 el déficit en la cuenta comercial se empinaba a un 13% del PIB, y el déficit en cuenta corriente era de 21%. Era, desde mucho antes, evidente la necesidad ineludible de reducir la magnitud del desequilibrio del sector externo y del atraso cambiario (véase la opinión coincidente del Profesor Harberger, de la Universidad de Chicago, en Harberger, 1985).

Las dificultades de Chile para captar créditos externos entonces, coincidieron con una situación interna en que la necesidad de fondos frescos era muy alta, para pagar intereses y amortizaciones crecientes y para cubrir el déficit en cuenta corriente. Respecto de los dos primeros ítemes, la composición de la deuda externa mostraba tres rasgos fuertemente negativos. Primero, la prevalencia de tasas de interés flexibles, en un escenario de notable elevación de su nivel en los mercados internacionales; junto al crecimiento del monto adeudado, el pago neto de intereses se multiplicó por cuatro entre 1978 y 1982 (a 7% del PIB). Segundo, la deuda de corto plazo se elevó desde un nivel normal, asociado a un volumen sostenible del comercio, duplicando su participación a un 20% de la deuda total en 1981 (a 13% del PIB). Tercero, los compromisos de amortización de la deuda privada crecían aceleradamente<sup>13</sup>, y las proyecciones mostraban que se triplicarían entre 1981 y 1985.

Por otra parte, el Gobierno se había deshecho de mecanismos de regulación económica descansando en el automatismo del padrón dólar y el aparato productivo estaba debilitado y sobreendeudado. Así resultó que el shock externo fue multipli-

---

13 En 1981, el sector público prepagó deuda externa por US \$686 millones (un sexto del total que adeudaba).

cado en la economía interna, llegando a una baja del PIB de 14% en 1982, concentrada en los sectores manufacturero y de la construcción (baja conjunta de un quinto).

En síntesis, el *shock* externo encontró a Chile en una posición muy vulnerable, lo que multiplicó sus efectos negativos sobre la economía nacional. Como se ha demostrado en el capítulo II, cuadro II.1, si se descuenta el valor agregado en actividades financieras y en la comercialización de bienes importados (ambos con pies de barro), el producto nacional per cápita se encontraba en 1981, antes de los efectos del shock, en un nivel similar a 1974. No obstante la existencia de destacados sectores emergentes modernos en la economía nacional, esto era señal inequívoca de estancamiento. En consecuencia, el deterioro violento observado en 1982 se sobrepuso a una situación ya deficiente de funcionamiento de la economía para la mayoría de los chilenos.

#### 4. ALGUNAS LECCIONES

Hay cuatro lecciones derivadas del proceso de apertura financiera que queremos destacar. Se refieren ellas a los sesgos concentradores y de ineficiencia asignadora de una apertura indiscriminada; a las formas alternativas en que pueden interrelacionarse los mercados financieros internos y externos; a criterios de regulación de los volúmenes de los movimientos de capitales, y a la canalización de los fondos hacia la inversión productiva.

La apertura financiera no es neutral con respecto a la asignación de recursos, en particular durante la transición desde una economía cerrada a una abierta, debido a las presiones que genera sobre variables como la estabilidad de la demanda agregada, la composición de la emisión, el nivel del tipo de cambio o la protección arancelaria. Durante la transición se requiere readaptar la estructura de la oferta y demanda agregadas, junto con establecer una brecha mayor entre el gasto y la producción interna. Las interrogantes claves a este respecto se refieren a cuál es la trayectoria óptima de ajuste, a cómo asegurar que los fondos se dirijan a la inversión productiva, y a si el acceso a los fondos externos y su costo serán estables en el futuro. El mercado financiero opera

con horizontes muy estrechos, y sin considerar debidamente las repercusiones sobre la actividad productiva nacional. Por ello, resulta imprescindible que la apertura sea selectiva y regulada.

En lo tocante a las repercusiones en el ámbito financiero mismo, el acceso al crédito externo no es homogéneo, no sólo debido a regulaciones internas sino también por la naturaleza de los mercados financieros internacionales. En la práctica, éste ha sido accesible principalmente a grupos económicos, empresas grandes, importadores y exportadores, y entidades asociadas a instituciones financieras extranjeras. En el caso de los créditos a importadores, por ejemplo, por las diferencias de costo analizadas, la apertura constituyó una fuente adicional de desprotección a los sustituidores de importaciones. Las diferencias que se registran entre distintos demandantes, en el acceso y costo del crédito externo, no sólo afectan la eficiencia de la asignación de recursos sino también la distribución del ingreso. En particular, la apertura de la cuenta de capitales en Chile produjo beneficios sustanciales a quienes consiguieron los créditos externos (Zahler, 1980). Es indudable, sin embargo, que los efectos y su distribución dependerán de las formas de regulación y de los canales de intermediación que se empleen. Por ejemplo, los efectos sobre la distribución del ingreso y el nivel de inversión pueden ser alterados según si la intermediación se realiza por empresas, o por bancos comerciales, o a través del Banco Central o un instituto de fomento de la inversión productiva (como la CORFO).

Desde otro punto de vista, el cambio en el destino de los flujos de fondos, desde entidades públicas a privadas, y la concentración observada en el acceso a esos fondos, ha tenido consecuencias notorias en el ámbito político. Primero, contribuyó a la espectacular concentración del poder económico que se registró en esos años. Segundo, se generaron poderosas fuerzas antidevaluación cambiaria que contribuyeron, junto con el ideologismo económico, a que el tipo de cambio real exhibiese un pronunciado deterioro hasta mediados de 1982; a las presiones antidevaluación de los importadores, se agregaron las de los grupos económicos endeudados en moneda extranjera.

Una segunda lección fuertemente asentada en la experiencia de Chile y otros países del Cono Sur, señala que la liberalización indiscriminada no es una condición para lograr la integración en un solo mercado de los fondos de origen interno y externo. En realidad, lo contrario ha acontecido. En una opción alternativa, que conduzca a un mercado integrado y que sea funcional para el desarrollo nacional, aparecen como condiciones importantes: a) canalizar los fondos externos, salvo el crédito de comercio exterior y el compensador, hacia un pool común con los recursos internos; b) suprimir el riesgo de cambio que soportan los deudores del exterior, denominando en moneda nacional los recursos foráneos que se transfieren al mercado interno; c) empujar explícitamente al mercado hacia una estructura de plazos que sean compatibles con la inversión productiva, la que requiere de plazos extensos; d) regular las tasas de interés reales, con el objetivo de evitar tasas negativas y las desmesuradamente elevadas, siendo ambos extremos perjudiciales para la eficiencia de la inversión.

Una tercera lección se refiere a la naturaleza desestabilizadora de los movimientos de capitales. En países de dimensiones pequeñas y en los que los mercados internos no son fluidos e integrados, aquella inestabilidad puede ser muy perturbadora de la actividad económica. Reviste gran significación práctica el hecho que los mercados financieros internacionales sufren fluctuaciones, las que se transmitirán expeditamente a los mercados internos en ausencia de alguna forma de regulación. Más allá de esa característica global de los mercados, se encuentra la de que la oferta de nuevos fondos que enfrenta cada país en particular está afecta a cambios abruptos; éstos responden a variaciones de la percepción que tienen los prestamistas respecto de su capacidad de pago o de las rentabilidades esperadas, o al agotamiento de los márgenes de préstamos por país que se relacionan más con el stock de la deuda que con los flujos de cada período. Sin embargo, para los países deudores, el flujo neto de fondos y el correspondiente financiamiento de la cuenta corriente, es la variable más pertinente para sus equilibrios macroeconómicos.

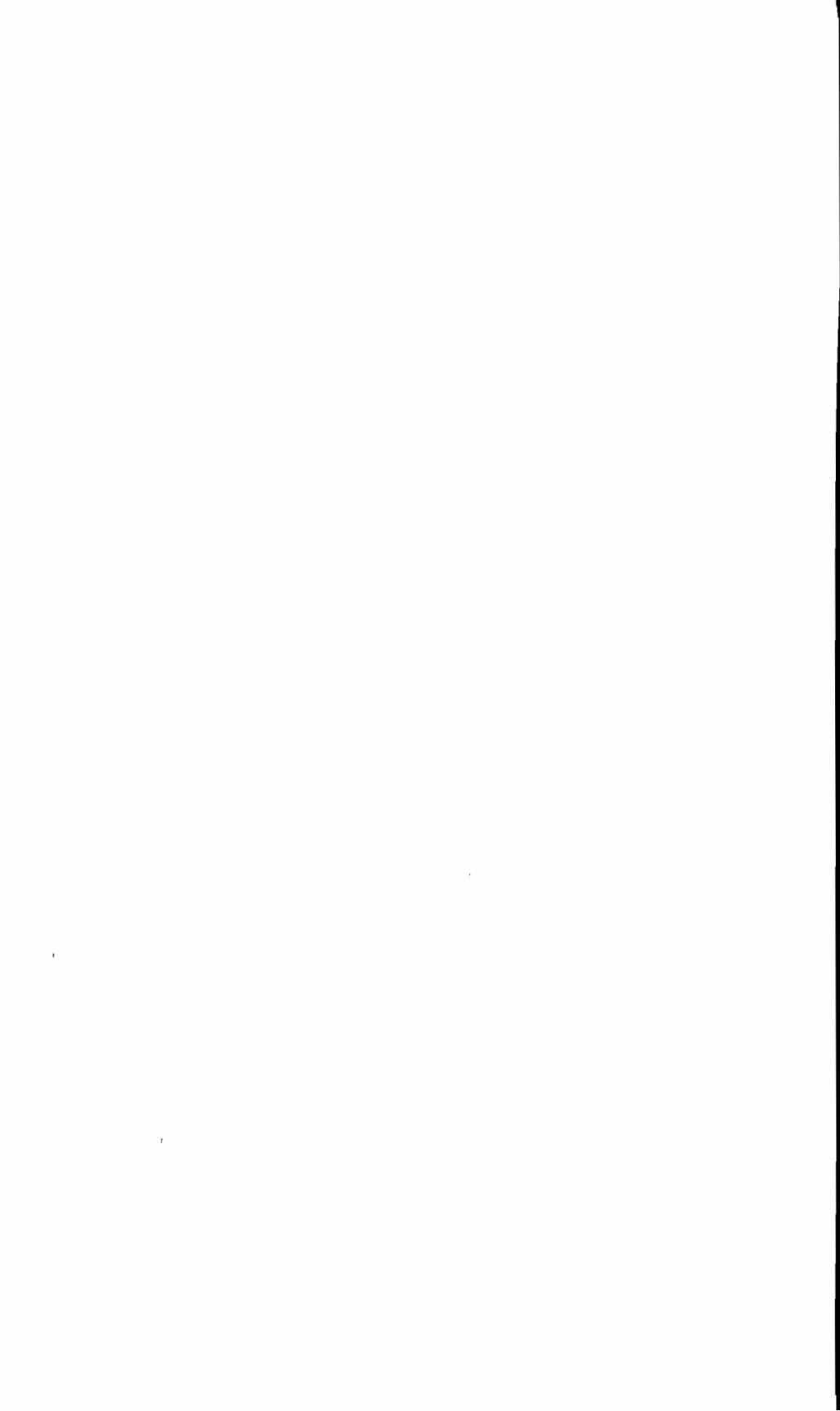
En la literatura macroeconómica hay una interesante discusión sobre las regulaciones sobre los movimientos de capita-

les, dirigidas a compensar 'externalidades' que generan los deudores marginales a medida que se eleva el stock de la deuda (véase Harberger, 1985). La recomendación de política es un impuesto a los pagos de intereses que sea compensador de las externalidades. Este mecanismo puede permitir encarar el problema particular de un país que enfrenta una oferta de préstamos estable, con inclinación positiva. Igualmente, un impuesto específico puede atenuar los movimientos especulativos de corto plazo, al encarecerlos en relación a los plazos mayores. Sin embargo, ante la presencia de inestabilidad externa de la oferta de fondos, se precisa establecer mecanismos macroeconómicos prudenciales más complejos, que regulen el volumen global de endeudamiento registrado en cada período. Puede tratarse, por ejemplo, de establecer márgenes de captación externa a los bancos nacionales (de uso común en países desarrollados), licitaciones de cuotas de endeudamiento externo, impuestos flexibles según la intensidad de la oferta de fondos externos, y depósitos obligatorios. Éstos también cumplirán una función distributiva, captadora de diferenciales entre tasas de interés. Cuando algún día futuro se renueve una oferta abundante, pero probablemente inestable de créditos financieros, no debe olvidarse la lección que ofrecen los años recientes, de un excesivo y perturbador endeudamiento externo.

Una cuarta lección es que, más allá de los flujos que revisten un carácter compensador, la regulación de los movimientos de capitales debe contemplar su canalización hacia el proceso de inversión/ahorro. En la medida en que se trata de fondos que se dirigen hacia el mercado financiero interno, sin orientaciones respecto del destino que tengan, fácilmente pueden filtrarse hacia el consumo. Las experiencias de diversos países en desarrollo sugieren que el uso final de los fondos es determinado en proporción significativa por la forma cómo se regula y canaliza el ingreso de capitales (véase Ffrench-Davis y Reisen, 1998). En consecuencia con ello, la canalización efectiva de los fondos externos hacia la inversión productiva, constituye una condición necesaria para que el ahorro externo contribuya a la formación de capital y al desarrollo nacional.

## **TERCERA PARTE**

**LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA Y LA  
HERENCIA MILITAR: 1982-89**





## CAPÍTULO VI

### EL CONFLICTO ENTRE EL CRECIMIENTO Y LA DEUDA \*

En 1982, los *shocks* externos que golpearon a Chile —cese de los préstamos bancarios, alza de las tasas de interés internacionales y términos de intercambio deprimidos—, junto con un “proceso de ajuste automático” en la dimensión interna, determinaron una caída en la producción (PIB) de 14%, la más intensa entre todos los países latinoamericanos en ese año. A partir de 1984, la economía chilena empezó a recuperarse; no obstante, recién en 1989 el PIB *per cápita* logró superar el nivel existente antes de la crisis.

En una primera etapa, el ajuste siguió líneas estrictamente ortodoxas, en continuidad de los años precedentes. Se restringió drásticamente la demanda agregada, en un ajuste automático asociado a la pérdida de reservas internacionales, y la mayor parte de las políticas gubernamentales se mantuvieron “neutrales”. La demanda interna por habitante cayó 25% en 1982, arrasando consigo no sólo a las importaciones, sino también a la producción nacional. Es interesante constatar que una economía privatizada ampliamente, con importaciones libres y con superávit fiscal, respondiera al ajuste automático con tal caída espectacular del PIB. Posteriormente, debido a la gravedad de la crisis, las autoridades cedieron al uso de políticas de un mayor pragmatismo para facilitar el ajuste de la composición del gasto y de la producción. Entre otros, se establecieron subsidios a las

---

\* Basado parcialmente en “El conflicto entre la deuda externa y el crecimiento en Chile: tendencias y perspectivas”, publicado en *Colección Estudios CIEPLAN* 26, junio de 1989. Agradezco los comentarios de José Pablo Arellano, Sebastián Edwards, David Felix, Stephany Griffith-Jones, Manuel Marfán, Carlos Massad y Joaquín Vial y la colaboración de Andrés Gomez-Lobo.

exportaciones y se elevaron los aranceles, junto con fuertes depreciaciones del tipo de cambio real. Se "estatizó", directa e indirectamente, la deuda privada, subiendo la participación del sector público desde un tercio en 1981 al 86% de la deuda total en 1987.

En 1987-88, Chile experimentó tres cambios positivos en el sector externo —un precio notablemente alto del cobre, un acuerdo con los bancos acreedores que postergó la mitad de los pagos de intereses de 1988 hasta 1991-93, y otros ahorros de divisas resultantes de la conversión de deuda—. Como resultado, la economía se benefició por un inesperado relajamiento en la hasta entonces restricción externa predominante que le permitió una notable expansión de la demanda agregada en el bienio 1988-89. En el frente de la producción, la mayor parte del aumento en el nivel de actividad correspondió a la utilización de la capacidad ociosa. Con todo, el crecimiento del PIB efectivo entre el *peak* anterior, en 1981, y el nuevo *peak* en 1989, promedió 2,7% anual.

La sección 1 presenta una revisión sumaria de las causas, efectos y utilización de la deuda externa en las dos etapas registradas después de 1976: el período de grandes transferencias netas positivas en 1977-81 y el de grandes transferencias netas negativas en 1982-89; en seguida se analizan las fuerzas principales detrás del ajuste macroeconómico efectuado en 1982-89, incluyendo una evaluación del peso relativo (i) de los *shocks* externos y de las políticas macroeconómicas aplicadas en esos años; (ii) de políticas reductoras de la demanda agregada, y (iii) de reasignación del gasto y de la producción. La sección 2 examina brevemente la gestión de la deuda externa en Chile después de la crisis. La sección 3 resume cambios en las políticas económicas en la dirección de recoger cierto pragmatismo. En la sección 4 se examinan los resultados obtenidos en términos de producción, inversión y sostenibilidad alcanzados.

1. LA CRISIS DE LA DEUDA<sup>1</sup>

## a) Acumulación de desequilibrios: 1977-81

Como se analizó en el capítulo V, Chile acumuló una considerable deuda externa en el período 1977-81. Los créditos se concentraron en préstamos de bancos privados, sin garantías de parte del sector público chileno. Hubo una fuerte privatización de las fuentes y de la utilización de la deuda.

**Cuadro VI.1**  
Deuda externa de Chile, 1975-89  
(millones de US\$ y % respecto del total)

	Total (1)	Privada con garantía (2)	Pública y privada con garantía		Privada sin garantía		Deuda capitalizada (7)	Deuda incluida capitalización (1) +(7) (8)
			Monto (3)	% (4)	Monto (5)	% (6)		
1975	5.453	21	4.667	85,6	786	14,4		5.453
1976	5.392	30	4.434	82,2	958	17,8		5.392
1977	5.763	46	4.479	77,7	1.284	22,3		5.763
1978	7.153	48	5.198	72,7	1.955	27,3		7.153
1979	8.790	76	5.369	61,1	3.421	38,9		8.790
1980	11.325	72	5.304	46,8	6.021	53,2		11.325
1981	15.700	69	5.623	35,8	10.077	64,2		15.700
1982	17.263	62	6.770	39,2	10.493	60,8		17.263
1983	18.133	1.815	10.497	57,9	7.636	42,1		18.133
1984	19.746	2.130	13.212	66,9	6.534	33,1	11 <sup>a</sup>	19.757
1985	20.607	2.348	15.242	74,0	5.365	26,0	85	20.690
1986	20.898	3.408	17.160	82,1	3.738	17,9	355	21.236
1987	20.722	3.276	17.894	86,4	2.828	13,6	1.187	21.844
1988	19.012	2.829	16.083	84,6	2.929	15,4	2.112	20.965
1989	17.569	2.120	13.568	77,2	4.001	22,8	3.436	20.629

Fuente: Banco Central, *Deuda Externa de Chile 1990*. Todas las cifras se refieren a deuda desembolsada.

(1) Total que incluye deuda con el FMI y deuda pagadera en moneda nacional. Excluye los créditos comerciales de corto plazo al sector no financiero, los cuales ascendieron a US\$ 800 millones en 1985 y a US\$ 1.100 millones en 1989. (2) Deuda privada con garantía pública de Chile. (4) y (6) son porcentajes de (1). (7) Corresponde a capitalización directa de deudas al amparo del D.L. 600, y a operaciones de pagarés Capítulo XIX, ambos medidos al valor par. (8) Corresponde a la columna (1) más 100% de la deuda capitalizada a través del D.L. 600, más el valor al cual se redenominó en Chile la deuda capitalizada a través del Capítulo XIX: promedios de 93% en 1985-87, 89% en 1988 y 84% en 1989. Ver cuadro VII.5.

<sup>a</sup> Capitalizaciones a través del Estatuto de Inversiones Extranjeras (D.L. 600), antes de 1985.

1 En Arellano (1983); Eyzaguirre (1988), Fontaine (1989), y Zahler (1988) se discuten las reformas financieras internas. Un análisis comparativo de países latinoamericanos en la década del 70 y comienzos del 80 se presenta en Ffrench-Davis (1983b). Los años 80 se examinan en Devlin (1989); Ffrench-Davis (1999, cap. IV); Griffith-Jones y Rodríguez (1992).

Hasta bien avanzado 1981, el flujo neto de capitales a Chile excedió la capacidad de absorción de la economía nacional. Por lo tanto, se acumularon reservas internacionales, ejerciendo presión hacia una apreciación del tipo de cambio real y un aumento de las importaciones. Como el crecimiento de las importaciones sobrepasó al de las exportaciones, el déficit en el balance comercial experimentó un incremento persistente y substancial. El déficit era inducido por la entrada excesiva de capitales financieros, la que incrementaba la demanda agregada y promovía o viabilizaba el atraso cambiario y una mayor liberalización comercial, con el consiguiente incremento de las importaciones. Una prueba de esta causalidad es la acumulación de reservas durante la mayor parte del período (véase el cap. V; y BID, 1982).

El ingreso de fondos, originado en el aumento de la oferta internacional, fue facilitado por la paulatina liberalización de los movimientos de capitales en Chile. Además, la supervisión prudencial notablemente laxa y pasiva en Chile (Held y Jiménez, 2001), acompañada también por una relajación en las fuentes de la oferta, facilitó crecientemente la transferencia de excedentes petroleros desde la banca comercial transnacional hacia los países en desarrollo (Valdés-Prieto 1989). A su vez, la abundancia de préstamos externos promovió y financió un mayor gasto de consumo, generando una notable caída del ahorro nacional (Zahler, 1988, p. 124). Así, el ahorro externo sustituyó al nacional (efecto desplazamiento o *crowding-out*), a consecuencia de la naturaleza e interacción de las reformas financiera y comercial efectuadas en Chile (véanse los caps. III y V), del ambiente exitista que se generó y del hecho que los flujos eran predominantemente financieros (con participación baja de la IED).

De este modo, la economía nacional se fue acomodando en forma creciente a un flujo masivo de préstamos externos. Esto fue respaldado por la creencia en los círculos oficiales que una crisis de divisas era imposible dado el carácter principalmente privado de la deuda; se suponía que al ser privada, se utilizaría

eficientemente (Robichek, 1981, págs. 171-72)<sup>2</sup>, a lo que se agregaba la existencia de un superávit en el presupuesto fiscal, junto con reservas internacionales que excedían la oferta de dinero.

Las divisas provenientes del incremento de la deuda externa chilena se utilizaron en alto grado para financiar un “exceso” de importaciones corrientes (de consumo e intermedios) del sector privado, en tanto que la fuga de capitales (Arellano y Ramos, 1987) y la inversión productiva se mantenían bajas. De hecho, un análisis del período muestra que aproximadamente tres cuartas partes del aumento de la deuda neta, en 1977-82, se usó para incrementar el coeficiente importaciones/PIB de la economía chilena (Ffrench-Davis y De Gregorio, 1987). Los datos sugieren que, en términos macro *netos*, el ahorro externo no se utilizó para financiar la creación de capacidad productiva<sup>3</sup>. Las importaciones excesivas desplazaron a la producción industrial nacional y a la inversión en bienes transables; la creciente brecha externa y su ritmo de endeudamiento insostenible hicieron inevitable un futuro ajuste recesivo.

Es indudable que la débil supervisión bancaria por parte de la autoridad facilitó el exceso de endeudamiento externo y luego la profundidad de la crisis bancaria en 1983. Sin embargo, más allá de la debilidad de la supervisión, lo que operó con más fuerza fue el ambiente de euforia que se desarrolló, fundamentalmente, en el segmento de mayores ingresos de la población. Como resultado, parece haberse producido una anticipación del consumo sobre la base de expectativas excesivamente optimistas

---

2 Se supuso inicialmente que ninguna pérdida privada sería asumida por el sector público. Sin embargo, luego de la intervención y rescate del Banco Osorno, en 1977 se estableció una garantía estatal a los depósitos y captaciones en moneda nacional hasta un monto equivalente a unos US\$ 3.000 (Held y Jiménez, 2001).

3 La tasa de inversión fija (en pesos de 1977) fue de 20,2% en los años sesenta, cayendo a 15,5% en 1975-81 y a 15,4% en 1982-89. Este resultado puede explicarse, en parte, por i) la caída de los precios relativos de los bienes de consumo importados, la que fue inducida por la política comercial y ii) por el rol desempeñado por el sistema financiero en reorientar los mayores ahorros hechos por algunos sectores de la economía chilena, hacia el consumo excesivo de otros sectores internos, en un marco de ausencia de supervisión prudencial.

sobre la capacidad de crecimiento de la economía, resultando un ajuste intertemporal desestabilizador<sup>4</sup>.

Es interesante marcar dos contrastes, uno positivo y otro negativo, con distintos PALs. La fuga de capitales fue más bien escasa en Chile, en tanto que en Argentina y Venezuela fue muy elevada y dominante (Frenkel, 1983). Por otra parte, la tasa de inversión fue baja en Chile, en tanto que una proporción elevada del crédito externo se canalizó a la inversión productiva en Brasil y Colombia (véase Bacha y Díaz-Alejandro, 1983; Perry y Junguito, 1983).

En 1982, el acceso fuertemente restringido al crédito externo coincidió con altas tasas internacionales de interés real y una caída considerable del precio del cobre; además, la economía chilena era entonces particularmente vulnerable a los *shocks* externos, ya que el gobierno había desarticulado la mayoría de los mecanismos de regulación frente a la inestabilidad externa, confiando en el automatismo del patrón dólar, en tanto que el sistema productivo y los consumidores estaban sobreendeudados (Arellano, 1983; Eyzaguirre, 1988).

De este modo, el *shock* externo tuvo un gran efecto multiplicador sobre la economía nacional y el PIB cayó 14% en 1982; en el sector manufacturero la baja fue de 21%. Las políticas internas reductoras del gasto fueron notablemente más fuertes que las políticas reasignadoras, como se examina enseguida.

### **b) Recesión en la década de los ochenta**

Como hemos anticipado, Chile, a comienzos de los años 80, sufrió tres *shocks* externos negativos muy significativos que condujeron a una caída abrupta en la capacidad interna de gasto.

El *shock* más fuerte se relacionó con los flujos de capital. El uso de ahorro externo, después de escalar hasta el 19% del PIB, cayó a la mitad de esa cifra en 1982 y a la cuarta parte en

4 En Ffrench-Davis y Reisen (1998) se analizan similares procesos de ajuste desestabilizador en Argentina y México en la primera mitad de los noventa.

1983 (véase el cuadro VI.2).<sup>5</sup> Es claro que el elevado déficit registrado en 1981 respondió a un burdo error de la política económica interna, la que permitió un endeudamiento evidentemente excesivo. Desde 1977 la economía chilena venía acomodándose, tanto la estructura de la producción como el gasto, a un nivel de entradas de capital insostenible a mediano plazo. Así, entonces, la demanda agregada excedió notoriamente a la capacidad de producción interna. En consecuencia, aun sin la crisis internacional de la deuda, se habría necesitado un ajuste en el futuro inmediato. Una evidencia de ello es que ya en el segundo semestre de 1981 el PIB había empezado a caer (Marcel y Meller, 1983, cuadro 1), mucho antes de la explosión de la crisis en México, en agosto de 1982.

Un segundo *shock* correspondió al incremento de las remesas de intereses, que estuvo asociado tanto con el creciente endeudamiento así como con el espectacular salto que experimentaron las tasas de interés internacionales ya desde fines de 1979. El tercer *shock* externo correspondió a la caída en los términos de intercambio, encabezada por el precio del cobre.

Era inevitable un ajuste que redujera el exceso de demanda agregada, que procurara incentivar la producción de transables y redujera su demanda relativa. Asociada con los tres *shocks* externos, una fuerte recesión interna tuvo lugar en 1982. Con los *shocks* externos se registró una pérdida de reservas. En seguida, el "ajuste automático", puesto en movimiento por la baja en la oferta de divisas, determinó una abrupta caída de la liquidez interna y de la demanda agregada. A esto siguió, como consecuencia, una reducción de 17,2% en el PIB *per cápita* en 1982-83, y un descenso de la formación de capital. Con ello, la economía chilena se situó muy por debajo de su capacidad o frontera productiva. A su vez, con la caída de la inversión, la frontera se desplazó hacia arriba con mayor lentitud que a inicios de los ochenta.

---

5 Las cifras utilizadas en este capítulo, basadas en las Cuentas Nacionales Oficiales, están calculadas en pesos de 1977, con los precios relativos de ese año. Naturalmente, el peso del sector externo y de los *shocks* se modifican al cambiar el año base. En moneda de 1981 disminuyen y en la de 1986 aumentan.

En el ajuste ideal, en una economía perfectamente flexible, un exceso de demanda agregada se elimina sin una caída en la tasa de uso de la capacidad productiva. Por otra parte, en una economía inicialmente con subutilización de la capacidad de producción de transables, un ajuste con una dosis eficaz de políticas reasignadoras puede lograr un aumento de la tasa de uso de los recursos y una mayor producción. Por último, en una economía con inflexibilidad de precios y movilidad imperfecta de los factores, políticas "neutrales" de reducción de la demanda, esto es, que provocan la baja de todos los componentes del gasto, sin diferenciar entre ellos, pueden originar una caída significativa de la producción; ello es así porque disminuye la demanda, tanto de transables como de no transables. En el mundo real, en procesos de ajuste depresivo, usualmente tiende a haber una baja en la producción. Ello da lugar a una menor tasa de utilización de la capacidad instalada y, enseguida, a un descenso de la tasa de formación de nueva capacidad.

Políticas selectivas, con efectos reasignadores en la composición de la producción y del gasto, pueden amortiguar los efectos de reducción de la producción. Una buena combinación de políticas reductoras del gasto y reasignadoras debería tender a permitir un resultado más cercano a una tasa constante de utilización del PIB potencial (véase Ffrench-Davis y Marfán, 1989). En efecto, si había un exceso del gasto sobre la capacidad productiva, tal como sucedía en 1981, es preciso reducir la demanda agregada. Sin embargo, esto se puede efectuar acompañado de políticas reasignadoras que reduzcan más intensamente la demanda por transables y que contribuyan a aumentar la oferta de transables y la inversión (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. VI).

Se presenta a continuación un recuento breve de las estimaciones de los *shocks* externos y de la trayectoria seguida por la producción, la demanda agregada, exportaciones e importaciones en la economía chilena en 1980-89. Nuestro propósito es presentar una estimación gruesa de dos componentes sobresalientes de los costos económicos del ajuste recesivo efectuado en Chile: la fuerte subutilización de la capacidad instalada y la caída en la creación de nueva capacidad.



Todas las variables fluctuaron en forma intensa a lo largo de este período, como lo muestra el cuadro VI.2. Un *peak* de actividad económica se alcanzó en 1981 (línea 1b). Esta es una buena aproximación a la capacidad productiva en ese año. No obstante, entonces existía alguna capacidad instalada subutilizada, principalmente en la producción de transables agrícolas y manufacturados, como consecuencia de la combinación de intensa liberalización comercial y fuerte apreciación cambiaria en los años precedentes. Hemos estimado que esta subutilización fue más que compensada por la «sobreutilización» de la capacidad en no transables, en particular, por el valor agregado en la comercialización de importaciones «excesivas» (véanse el cuadro II.1 y el cap. I.2). Entonces, consideraremos al PIB efectivo de 1981 como una leve sobreestimación de 1% del PIB potencial en ese año (líneas 1a y 1b).

En el cuadro VI.2, todas las cifras se han ajustado por el crecimiento de la población y se expresan como porcentajes del PIB de 1981. Así, la comparación de cualquier cifra en una línea dada con su valor en 1981, indica el cambio con respecto a una situación de PIB *per cápita* constante y participaciones también constantes de todas las variables presentadas en el cuadro. Por ejemplo, la cifra para 1987 de formación de capital fijo *per cápita* indica que ella cayó de 19,5% en 1981 a 15,5%. Como fracción del PIB de 1987 (la forma tradicional de medición), disminuyó de 19,5% a 16,4% ( $15,5/94,4$ ); pero esta última cifra no considera qué sucede con la inversión por habitante, como sí lo hace el cuadro VI.2.

La producción efectiva alcanzó, en 1983-87, un promedio de 88,4% del PIB de 1981; por lo tanto, hubo un retroceso de 11,6 puntos del PIB. Como se registró cierto aumento del PIB potencial (capítulo I; y Marfán, 1992), la brecha con el PIB efectivo fue aun mayor; la brecha promedió a 14,4 puntos por año (líneas 1a-1b). El uso de capacidad convergió con el PIB potencial recién en 1989. La notable subutilización señala que predominaron acentuados efectos reductores de la producción y débiles políticas reasignadoras (cambiaria, comercial, política fiscal

Cuadro VI.2

Producción, consumo, inversión y shocks externos per cápita: 1980-89  
(variables per cápita, medidas en pesos de 1977, como % del PIB de 1981)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	Promedios	
											1983-87	1988-89
1. a) PIB efectivo	96,3	100,0	84,6	82,8	86,7	87,4	90,8	94,4	99,7	107,8	88,4	103,7
b) PIB potencial	97,1	99,0	102,0	102,7	101,2	102,6	103,4	104,3	105,9	107,8	102,8	106,8
2. Gasto interno	102,8	112,9	84,5	79,4	84,7	81,8	84,8	89,5	95,8	105,7	84,1	100,8
3. Consumo	79,7	85,3	75,0	71,7	71,5	69,7	71,1	72,6	77,8	82,2	71,3	80,0
4. Inversión fija	17,0	19,5	12,7	10,7	11,4	12,9	13,6	15,5	16,9	20,1	12,8	18,5
5. Ahorro interno	16,5	14,7	9,6	11,1	15,2	17,7	19,7	21,8	21,9	25,6	17,1	23,7
6. Cuenta corriente no financiera	-6,5	-12,9	0,2	3,4	1,9	5,5	6,0	4,9	3,8	2,1	4,4	3,0
a) Exportaciones	22,8	20,4	21,1	20,9	22,0	23,1	25,0	26,7	27,9	31,7	23,5	29,8
b) Importaciones	29,3	33,3	20,9	17,5	20,0	17,6	18,9	21,8	24,0	29,6	19,2	26,8
7. Efecto de términos de intercambio	2,0	0,0	-2,1	-1,1	-2,8	-3,4	-3,0	-1,6	1,5	0,9	-2,4	1,2
8. Pago neto de utili- dades e intereses	-3,4	-5,1	-6,7	-6,6	-7,3	-7,3	-7,2	-6,0	-6,4	-6,2	-6,9	-6,3
9. Déficit en cuenta corriente <sup>a b</sup>	8,2	18,5	9,3	4,7	8,5	6,0	4,4	2,7	1,1	2,4	5,2	1,8
a) Movimiento de capitales <sup>a b</sup>	13,1	18,7	4,8	2,6	9,3	5,6	3,6	2,8	3,2	3,5	4,8	3,3
b) Cambio en reservas <sup>b</sup>	4,9	0,3	-4,5	-2,1	0,1	-0,4	-0,8	0,1	2,0	1,1	-0,6	1,6

Fuente: Cálculos del autor sobre la base de cifras oficiales del Banco Central de Chile y gráfico I.1.

<sup>a</sup>Incluye como ingreso de capitales a las transferencias unilaterales. <sup>b</sup>Datos según Balanza de Pagos, por lo cual hay diferencias con las cifras de Cuentas Nacionales.

selectiva, etc.) y, obviamente, inflexibilidades estructurales en la composición de la producción y la demanda, dada la fuerza de los shocks externos, positivos primero y luego negativos.<sup>6</sup>

Los tres *shocks* externos se miden en las líneas 7, 8 y 9. A corto plazo, Chile pudo recurrir a sus reservas. El *shock* descrito en la línea 9 mide el uso neto de capital externo. Por eso el *shock* no aparece tan intenso en 1982, como sí lo fue el corte del flujo de préstamos. En este año el Banco Central perdió reservas por 5% del PIB, con las cuales suplementó la merma oferta de fondos externos.

6 Cuando una economía ha estado varios años (como en los setenta) orientada a tornarse más intensiva en componentes extranjeros no es fácil revertir la tendencia sin costos reales sustanciales.

Con un tipo de cambio fijo y una política monetaria pasiva al momento de desatarse la crisis, los *shocks* dieron lugar a una intensa reducción del gasto interno o demanda agregada (línea 2), tanto en consumo como en inversión. Se transmitieron al sector externo (línea 6), reduciendo rápidamente las importaciones e incrementando sólo paulatinamente la oferta exportable. Para reducir la brecha externa, se utilizó como variable principal la herramienta indirecta de una reducción extremadamente fuerte de la demanda agregada.

La caída promedio de 12 puntos del PIB efectivo en el quinquenio 1983-87 respecto de 1981, es el efecto “estático” de reducción de la producción, causado por la combinación de *shocks* externos y políticas reasignadoras deficientes o débiles a comienzos de la década. Por otra parte, en una dimensión “dinámica”, la contracción de la producción efectiva genera una brecha con la capacidad productiva. Ello provoca un efecto dinámico negativo sobre la formación de capital. De hecho, en 1983 la formación bruta de capital por habitante (línea 4) disminuyó 45%, reduciéndose, de esta manera, el crecimiento futuro del PIB potencial. La caída en la inversión estuvo significativamente asociada a la gran brecha resultante entre el producto potencial y el efectivo (Agosin, 1998). Al mismo tiempo, con ello se debilitó la capacidad para reestructurar la composición de la oferta y la demanda, la que es una función positiva del nivel de formación de nueva capacidad productiva. La baja inversión hizo más improbable un ajuste constructivo de la economía, lo cual sería un factor muy determinante del pobre desempeño de los salarios reales en los setenta y en los ochenta (véase el cap. VIII).

El otro efecto dinámico es el impacto negativo que tiene la capacidad ociosa sobre la formación de capital. De hecho, la caída en la inversión del período estuvo significativamente asociada a la gran brecha entre el producto potencial y el efectivo (Agosin, 1998).

Un mecanismo de “ajuste automático”, como el que se usó en 1982, se apoya fuertemente en los efectos de *shock* de las políticas de reducción de la demanda. Después de un ajuste endógeno abrupto, desactivador del gasto interno, con el trans-

curso del tiempo es claro que tiene lugar una reestructuración espontánea en la composición de la oferta y la demanda. La progresiva reasignación de la oferta y de la demanda fue apoyada en forma adicional por una política reasignadora que consistió en un alza significativa del arancel y una serie de considerables devaluaciones del tipo de cambio. Estas depreciaciones no sólo compensaron el deterioro que había experimentado el tipo de cambio real hasta 1982, sino que fueron mucho más lejos. La devaluación real se efectuó gradualmente en sucesivos saltos de una tasa reptante (véase el cap. VIII).

Estos hechos permitieron una recuperación gradual de la producción y del gasto. Ello fue acelerado fuertemente por un notable *shock* positivo de los términos del intercambio en 1988-89 (línea 7). Sin embargo, en 1988 el PIB *per cápita* estaba todavía por debajo del nivel alcanzado en 1981, en tanto que la inversión *per cápita* era aún 13% inferior. Sólo en 1989 se superó el PIB *per cápita* de 1981. Fue además la culminación de un ciclo, pues un sobrecalentamiento macroeconómico llevó al inicio de un ajuste significativo a fines de 1989 y en 1990.

En el sector externo, el ajuste automático, al comienzo, se hizo sentir con mayor fuerza en la disminución de las importaciones, con un alza más débil de las exportaciones: como era de prever en una economía con las características estructurales de la economía chilena, las importaciones fueron más elásticas que las exportaciones ante una caída brusca del gasto interno. También aquí el tiempo permitió un cambio en el comportamiento de estas dos variables. Estimuladas por las significativas depreciaciones del tipo de cambio, las exportaciones aceleraron su exportación en la última parte del período de ajuste. El volumen de exportaciones *per cápita* de 1988 superó en 22% el *peak* inicial en 1980, en contraste con el PIB estancado.

Con todo, es interesante medir el cambio en las exportaciones y en el PIB *per cápita* entre los *peaks* de actividad económica en 1981 y 1989. El aumento de las exportaciones fue muy significativo: 55%, equivalente a 9 puntos del PIB (6 puntos si la comparación es con 1980). No obstante, el alza acumulada del PIB

per cápita se limitó a 7,8 puntos (concentrada sólo en el año 1989), lo que implica una caída del PIB no exportable (véase el cap. VIII).

El comportamiento de las importaciones de bienes es también interesante. Luego de la baja espectacular registrada entre 1981 y 1983, y de altibajos en 1984-86 asociados a la mini-recesión de 1985, prosiguió una fuerte recuperación. El quantum de las importaciones por habitante creció 57% entre 1986 y 1989, más del doble que el cuántum de exportaciones en el mismo trienio (véase línea 6, del cuadro VI.2). Es natural que, en la recuperación después de un ajuste como el realizado desde 1982, las importaciones aumenten más rápido que las exportaciones. Sin embargo, la diferencia entre los ritmos de ambas variables fue excesivo. El acelerado aumento no se aprecia en el balance comercial a precios corrientes, gracias al notable mejoramiento registrado en los términos del intercambio, liderado por el precio del cobre, entre 1987 y 1989.

## 2. GESTIÓN DE LA DEUDA, 1982-89

La deuda externa de Chile se había empujado en 1982 a cuatro veces el valor de las exportaciones. Con el corte de los flujos de nuevos fondos y un déficit externo gigantesco, la renegociación de la deuda se tornó en una necesidad dramática. Después del *shock* de 1982 hubo cinco rondas de negociaciones con los bancos acreedores, en el marco de acuerdos con el FMI<sup>7</sup>, y el Banco Mundial (tres acuerdos SAL).

Los pasivos con bancos representaban, como se indicó antes, más de los cuatro quintos de la deuda total. Las negociaciones con los bancos se dirigieron a reprogramar los vencimientos, a mantener el crédito comercial de corto plazo y a obtener nuevos préstamos para financiar una parte de los pagos de intereses. Los restantes pagos de intereses se financiaron, después de la recesión de 1982, con un superávit en la balanza comercial y

7 Las cinco rondas –esto es, en 1983, 1984, 1985, 1987 y 1988– se analizan en Ffrench-Davis (1992). Un análisis de las rondas a nivel latinoamericano se desarrolla en Devlin y Ffrench-Davis (1995) y Ffrench-Davis (1999, cap. IV).

con transferencias netas de otros acreedores. Las transferencias netas a los bancos acreedores implicaron un flujo negativo del orden de 5% del PIB por año en 1985-87.<sup>8</sup>

A la inversa, los acreedores oficiales desempeñaron un papel crucial como proveedores netos de fondos. Las instituciones multilaterales —el Banco Mundial, el BID y el FMI— fueron los mayores prestamistas. El BIRF y el BID aportaron a Chile transferencias netas positivas de \$ 300 millones anuales en promedio (cuadro VI.3). Esta fue una cifra relativamente grande, dado que las transferencias netas de estas dos instituciones a toda América Latina alcanzó sólo a US\$ 1 mil millones anuales en el trienio 1985-87 y se tornaron negativas para la región en 1987 (Banco Mundial, 1989).<sup>9</sup>

Con ello, la participación de los bancos privados acreedores en el saldo de la deuda disminuyó a 65%, mientras que la de las instituciones multilaterales subió de 3% en 1982 a 30% en 1989. El saldo de la deuda multilateral aumentó, desde un nivel muy bajo en 1982, a una tasa acumulativa de 32% anual en el período comprendido entre estos años.

En la clasificación según deudores, también se registró un aumento de la participación pública, pero en proporción notablemente superior. Si se incluye la deuda garantizada por el sector público, la deuda de responsabilidad oficial se encumbró a 86% en 1987. Ello contrasta fuertemente con el 36% en 1981 (cuadro VI.1). La “estatización” de la deuda tuvo lugar en tres formas. La principal fue un mayor endeudamiento externo del Banco Central y de otras entidades públicas, a fin de proveer las divisas necesarias para cubrir los pagos de intereses, tanto del

---

8 Los bancos acreedores recibieron además prepagos en operaciones de conversión de deuda, ya sea en efectivo o participación en la propiedad de empresas chilenas.

9 El tratamiento más “favorable” al Gobierno de Chile se discute en Felix y Caskey (1990) y en Ffrench-Davis (1992). En 1985-87 Chile recibió el 30% del conjunto de transferencias netas del BID y del Banco Mundial a América Latina, en tanto que Chile representaba el 3% del PIB de la región (a los tipos de cambio de 1986).

sector público como del privado, en un contexto en que el crédito voluntario había desaparecido para las naciones en desarrollo, y sólo existían algunos créditos negociados para el sector público.<sup>10</sup> En segundo lugar se ubica el otorgamiento de la garantía pública a la deuda externa de los bancos nacionales. En tercer lugar se encuentra el efecto de las operaciones de conversión de deuda, las que redujeron en mayor proporción la deuda privada (véase el cap. VII, cuadro VII.3).

La definición tradicional de deuda (cuadro VI.1, col. 1), continuó creciendo hasta 1985. Después permaneció aproximadamente constante hasta 1987, en alrededor de US\$ 20 mil millones, con cambios en la participación de cada acreedor. La ya mencionada reducción en la deuda bancaria resultante de las operaciones de conversión de pagarés quedó compensada por un aumento de la deuda con otros acreedores, principalmente las instituciones multilaterales. Fue sólo en 1988 cuando las con-

**Cuadro VI.3**  
Estimación de transferencias netas al exterior, 1983-89  
(millones de US\$)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Inversión extranjera <sup>a</sup>	51	-51	-56	-139	-57	-102	-5
Organismos multilaterales <sup>b</sup>	167	248	349	266	253	109	33
Gobiernos extranjeros <sup>b</sup>	-57	-101	-69	-60	-38	213	82
Proveedores <sup>b</sup>	-241	-154	-140	-7	131	-30	-19
Bancos e inst. financieras <sup>b</sup>	-178	-589	-718	-990	-988	-442	-791
Otros med. y largo plazo <sup>c</sup>	-21	-69	-24	-86	-100	-119	-104
Corto plazo <sup>d</sup>	-834	906	0	198	-64	-423	405
TOTAL	-1.113	190	-658	-818	-863	-794	-399

Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>a</sup> Flujos netos de inversión extranjera, menos utilidades netas remesadas, netas de impuestos; excluye conversiones de deuda externa, capitalizaciones de créditos y utilidades reinvertidas. <sup>b</sup> Flujos por concepto de deuda externa de mediano y largo plazo menos los intereses efectivamente pagados; se descuenta la contrapartida de impuesto por los intereses afectos al 4%. <sup>c</sup> Incluye intereses netos al FMI y otros flujos de mediano y largo plazo distintos de deuda externa. <sup>d</sup> Incluye líneas de crédito, crédito comercial directo, otros activos, intereses recibidos, y errores y omisiones. Excluye contrapartida por conversiones de deuda externa y flujos por refinanciación de deuda.

10 Asimismo, el Banco Central proveyó sustanciales subsidios a los deudores privados, con los que pudieran servir sus deudas. Véase Arellano y Marfán (1986); French-Davis y De Gregorio (1987); Sanhueza (1999).

versiones lograron una caída neta de la deuda vigente. En el mismo año, la deuda de América Latina también descendió, pero en menor proporción: sólo 2% para el total regional, frente al 8% en que se redujo la de Chile.

**Cuadro VI.4**  
Amortizaciones, 1987-95<sup>a</sup>  
(millones de US\$; promedios anuales)

Acreeedores	1987-88	1989-90	1991-93	1994-95
Organismos multilaterales	95,8	230,0	338,2	441,8
Gobiernos extranjeros	25,1	82,5	179,0	185,7
Bancos e Inst. Financieras	186,6	244,5	851,5	728,2
Proveedores y Emp. Priv.	171,9	242,5	219,0	143,6
TOTAL	479,3	799,2	1.587,7	1.499,2

Fuentes: Banco Central, *Deuda Externa 1989*.

<sup>a</sup> Incluye los efectos de reducciones de conversión de deuda externa (Cap. XVIII, XIX, y otros). No incluye estimación de amortizaciones por endeudamiento posterior a 1989; por lo tanto, subestima crecientemente las amortizaciones a partir de 1990.

Como se analiza detalladamente en el capítulo VII, el gobierno puso en marcha, en 1985, el sistema que permitió el prepago de deuda a los bancos acreedores. Desde entonces hubo un volumen sustancial de operaciones de prepago; también tuvieron lugar algunas condonaciones directas (Elórtegui, 1988; Fontaine, 1988). El sistema se basó i) en la utilización de pagarés de la deuda externa que los bancos acreedores vendían en el mercado internacional secundario, con un descuento que promedió 40% del valor par y ii) en la capitalización directa o conversión de préstamos bancarios en capital accionario. A diciembre de 1989, por los diversos canales, se operó la impresionante cifra de US\$ 9 mil millones; existió una "renta económica" o diferencia entre el valor par y el precio de mercado de los pagarés, equivalente a US\$ 3.400 millones, que fue captada por los agentes, privados y públicos, que participaron en las operaciones.

El principal beneficio de las conversiones residió en que reducían el saldo de la deuda y, en consecuencia, los compromisos de pago de intereses. Sin embargo, ellas podían generar también una serie de otros beneficios y costos, que dependen de la especificidad de cada forma de conversión (véase el capítulo VII).



Después de las negociaciones con los acreedores en 1987-88, que flexibilizaron los términos del servicio de la deuda, mejoraron notablemente las condiciones externas enfrentadas por Chile. El precio del cobre subió fuertemente así como también otros precios de productos de exportación (celulosa, harina de pescado, etc.). El mejoramiento de los términos de intercambio en conjunto con la postergación de los servicios de capital para 1991-95 (véase el cuadro VI.4) –debido a los nuevos términos para los pagos de amortizaciones e intereses y las conversiones conducentes a una reducción de la deuda vigente–, implicó que la restricción exterior dominante entre 1982 y 1987, desapareciera durante 1988. La mayor disponibilidad de divisas, sin duda espectacular (CEPAL, 1988), permitió la utilización plena de la capacidad productiva y, luego, el sobrecalentamiento de 1989.

### 3. ADECUACIÓN MÁS PRAGMÁTICA DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

Luego de los primeros años de ajuste, que dejaron una brecha entre el PIB efectivo y el potencial de casi 20% en 1983, se implementó una política macroeconómica más pragmática, orientada a la expansión de las exportaciones no tradicionales; al aumento del ahorro interno, y al fortalecimiento del sector financiero y corporativo. De hecho, hubo un reconocimiento de fallas o limitaciones de algunos mercados claves, como el de exportaciones y el financiero (Larraín y Vergara, 2000).

Al tornarse restringido el financiamiento externo, era fundamental un aumento del ahorro nacional (que había descendido a 2,1% del PIB en 1982) para financiar una mayor inversión. Para incentivar un mayor ahorro privado se efectuó en 1984 una reforma tributaria. Se enfrentó el debilitamiento de las finanzas públicas <sup>11</sup> implementando varias medidas, entre las cuales cabe mencionar la fijación de reajustes salariales del sector público por de-

11 Esto se debió tanto al elevado costo fiscal de la reforma a la seguridad social iniciada en 1981 (Uthoff, 2001), como a una actividad económica e importaciones deprimidas.

bajo de la inflación, y la reducción en varias categorías del gasto público, incluyendo las del área social (véase el cuadro IX.1).

Durante los años de mayor recesión se abandonó la política de equilibrio fiscal. En efecto, en 1982-85 el déficit del gobierno central promedió 3,1% del PIB, con un peak de 3,7% en 1985. Como resultado de la disminución del gasto social y la gradual recuperación de la actividad económica, el déficit fiscal pasó desde un 3,5% del PIB a un superávit en 1987 (Larraín, 1991). Como se ilustra en el capítulo IX, muchas de las intervenciones fueron reactivadoras, pero tuvieron un intenso sesgo regresivo.

En cuanto a las empresas privadas no-financieras, a partir de 1982, la mayoría de ellas se vio afectada negativamente por las altas tasas de interés reales, la contracción económica, y el efecto de la devaluación en el endeudamiento en moneda extranjera. Esto, junto a prácticas bancarias poco transparentes y un marco regulatorio permisivo, sentó las bases para la crisis financiera de 1983, llevando al gobierno a intervenir varias empresas financieras con problemas, incluyendo los dos mayores bancos comerciales privados.

El gobierno reaccionó ante la crisis financiera con un programa de ayuda a bancos y deudores locales, con un costo estimado en 35% de un PIB anual (Sanhueza, 1999), el que incluía, entre otros, un tipo de cambio preferencial para deudas en dólares; líneas de crédito a tasas subsidiadas para el sector financiero, y la compra, por parte del Banco Central, de la cartera vencida de los bancos con un compromiso de éstos de recompra.

La crisis bancaria de Chile en 1981-86, que siguió a la entrada masiva de capital extranjero a fines de los setenta, dejó valiosas lecciones que fueron recogidas por la legislación chilena (véase Díaz-Alejandro, 1985; Aninat y C. Larraín, 1996; Held y Jiménez, 2001; Reinstein y Rosende, 2000; Valdés-Prieto, 1992). Los cambios fortalecieron muy significativamente la regulación bancaria y los poderes de la Superintendencia de Bancos. Algunos de los elementos de supervisión prudencial adop-

tados desde entonces comprenden el monitoreo continuo de la calidad de los activos bancarios; límites estrictos a la concesión de préstamos por parte de los bancos a empresas o personas relacionadas; la existencia de mecanismos automáticos de ajuste del capital bancario cuando el valor de mercado del capital cae por debajo de los límites exigidos por los reguladores; y facultades para congelar las operaciones bancarias, impedir que los bancos en problemas transfieran fondos a terceros, y restringir el pago de dividendos en las instituciones que no cumplen con las exigencias de suficiencia de capital.

A mediados de los años ochenta, una segunda ronda de privatizaciones se llevó a cabo, con 46 firmas —incluyendo instituciones financieras intervenidas y empresas públicas tradicionales— que fueron traspasadas al sector privado, de manera muy rápida (Devlin y Cominetti, 1994; Hachette y Lüders, 1992).

Dentro de las modificaciones importantes después de la crisis, se sitúan los cambios introducidos en las políticas comercial y cambiaria. Por una parte, se buscó dar mayor protección y rentabilidad a las actividades transables; para ello se elevó el arancel uniforme de 10 a 35% entre 1983 y 1984, se puso en marcha un sistema de reintegro simplificado para exportaciones menores, además de otras medidas que discutimos en detalle en el capítulo VIII. Por otra parte, la política cambiaria se acomodó (con un retorno a un régimen de tipo de cambio reptante, luego de un breve período de flexibilidad total), para permitir un aumento de la competitividad externa de Chile; de hecho, el tipo de cambio real acumuló una depreciación de 130% entre 1982 y 1988. El conjunto de estas políticas posibilitó una mejor respuesta a la crisis externa y a la escasez de divisas.

En la política monetaria se registró, también, un cambio significativo. La política de tasas de interés totalmente libre fue reemplazada por la intervención del Banco Central, incluida “persuasión”, que logró una reducción sustancial de las tasas de préstamos. Con ello, el promedio de 38% vigente entre 1975 y 1982 se redujo a un promedio de 13% en el trienio 1983-85 y a 8% en 1986-88.

De este modo, un tipo de cambio competitivo, la introducción de cierta protección a la producción de transables, tasas de interés reales razonables para el sector productivo y un conjunto de acciones públicas de apoyo sectorial fueron *políticas reasignadoras* claves detrás del nuevo despegue de las exportaciones, la recuperación de la producción de bienes importables y la reestructuración de la producción de bienes no transables, que permitieron cerrar la brecha entre el PIB efectivo y el potencial hacia 1989<sup>12</sup>.

#### 4. EL DESEMPEÑO DE LA PRODUCCIÓN Y LA INVERSIÓN

Chile mantuvo con mucho rigor el servicio de su deuda, en una relación armónica con los bancos acreedores. El pago de intereses se efectuó con regularidad y puntualidad. Pero no puede afirmarse que estuvo en condiciones de servir la deuda y de crecer simultáneamente.

La frecuente afirmación de que Chile logró pagar y crecer se origina en la recuperación de la actividad económica desde 1984, desestimando, i) en la dimensión interna, la gran caída del PIB en 1982-83, ii) en la dimensión externa, las grandes transferencias netas entregadas por las entidades multilaterales, con las cuales se financió una parte de los pagos a los bancos acreedores, y iii) el alza espectacular del precio del cobre entre 1987 y 1989. Recuérdese que sólo después de más de siete años (entre 1988 y 1989), el PIB per capita recuperó el nivel de 1981. Además, el ingreso disponible era mucho menor que el PIB, debido al cambio de signo de las transferencias netas con los acreedores, y los salarios promedios sólo en 1992 superaron el nivel de 1981.

La economía chilena ha sufrido gran inestabilidad en los últimos 30 años. En lo que se refiere al PIB, en el decenio de los

---

12 La inflación, por su parte, que había llegado a un dígito en 1981 (registrando incluso tasas negativas en los primeros meses de 1982), promedió 21% en 1982-89, exhibiendo una tendencia decreciente (aunque moderada) hasta el sobrecalentamiento de 1989. Si bien hubo preocupación del gobierno por esta variable, el énfasis de las políticas estuvo puesto en la recuperación económica.

ochenta, entre todos los países de América Latina, Chile exhibió la mayor caída en 1982, y la mayor expansión en 1989. Ambos cambios, la caída y la expansión, estuvieron asociados a eventos externos. Un deterioro de los términos del intercambio y del servicio de la deuda externa en el primer caso, y una mejora de los términos del intercambio en una magnitud inesperada en el segundo caso.

Las versiones apologéticas de la política económica del régimen de Pinochet destacan la evolución de la economía chilena después de la caída, y en particular enfocan la atención en el aumento del PIB del 10% en 1989. Esto es un error por dos razones. Una es que cuanto mayor haya sido la caída de la actividad económica, la recuperación posterior puede ser más fuerte. Es preciso, entonces, al evaluar los resultados de la política económica, considerar el total de los efectos y no sólo una parte (exclusivamente la recuperación), pues ésta da una visión parcial. Ello es de singular importancia en una economía como la chilena que ha sido tan propensa a altibajos.

La segunda razón es que la gran expansión de 1989 se apoyó en factores transitorios no sostenibles durante un plazo prolongado, que dejan efectos negativos a futuro sobre los equilibrios macroeconómicos y macrosociales, pues hacen necesarios nuevos ajustes reductores de la demanda. Era evidente que la tasa de inversión permitía sustentar un crecimiento limitado. Si bien la formación bruta de capital fijo aumentó a medida que se superaba la crisis, sólo hacia fines de los años ochenta el coeficiente de inversión fija vino a rondar el nivel promedio alcanzado en los sesenta. La incapacidad para superar dicho coeficiente de inversión impidió alcanzar una tasa significativa de crecimiento en 1981-89; es así como la tasa anual de crecimiento efectivo para ese período promedió apenas 2,7% anual.

#### **a) Tendencias de la producción y la formación de capital**

Más allá de las fluctuaciones de corto plazo, la tendencia del PIB está determinada por la intensidad con que se cree nueva capacidad productiva, la que está asociada a la inversión y a su productividad.

En el período que cubre el régimen de Pinochet, el aumento del PIB promedió algo menos de 3% anual, incluyendo caídas de 17% en 1975 y de 14% en 1982 y alzas de 8% en 1977 y 1979, y de 10% en 1989. El modesto crecimiento promedio del PIB estuvo acompañado de una gran expansión de las exportaciones. Estas aumentaron 10% real por año entre 1974 y 1989, con una tasa aún notablemente mayor, de 15%, para los productos no tradicionales.

La principal razón de porqué el crecimiento económico fue tan modesto desde 1974 es que la inversión productiva fue baja. Sólo 15,6% del PIB se destinó a la inversión en promedio durante los 16 años. Esa cifra es muy inferior al coeficiente de 20,2% registrado en los años sesenta. De ahí que la capacidad productiva creciese bastante más en los sesenta: 4,6% anual. Por otro lado, los salarios se deterioraron fuertemente; de hecho, en 1989 mostraban un nivel 8% inferior que en 1981. Hay cuatro factores que ayudan a explicar por qué ese desempeño de los salarios: i) la producción creció muy lentamente (el aumento del PIB por habitante fue apenas de 0,9% por año entre 1981 y 1989), ii) una parte mayor de la producción se filtró al exterior para servir la elevada deuda externa que se acumuló entre 1976 y 1982, iii) la inversión por miembro de la fuerza de trabajo fue, en promedio, 15% inferior en los ochenta que en los sesenta, y iv) la economía chilena se tornó mucho más regresiva (cap. IX).

Las bajas tasas de inversión durante el régimen de Pinochet obedecieron, en gran medida, a la enorme subutilización de capacidad presente durante la mayor parte del período, como se destacó en el capítulo I. La presencia de capital ocioso actúa reduciendo la rentabilidad promedio de la inversión, y desalentando la creación de nueva capacidad productiva en los sectores con recursos ociosos.

Por otra parte, hasta 1982 prevalecieron tasas de interés altísimas (un promedio de 38% para 1975-82), que deterioraron la posición financiera de muchas empresas y hacían poco rentable el financiamiento de nuevos proyectos. Después de 1982 las tasas de interés fueron mucho más bajas, incluso moderadas con

intervención de la autoridad en varios años, pero se agregó otro factor negativo, que fue el servicio de la deuda externa. Esto significa que una fracción elevada del ahorro interno no se pudo invertir sino que se destinó al pago de intereses a los acreedores externos. En consecuencia, se precisó un esfuerzo mucho más intenso de ahorro interno o de otros capitales externos para financiar la inversión en Chile.

Un último factor que desalentó la inversión productiva, es que parte significativa de los esfuerzos empresariales se destinaron a la compra de activos existentes, en un proceso muy intenso de transferencias de propiedad. Estas fueron inducidas por los desequilibrios recesivos predominantes por muchos años en la economía chilena, por una intensa privatización de empresas públicas, y luego por la intervención gubernamental de empresas privadas en quiebra y su posterior reprivatización. Sin embargo, en otro giro hacia el pragmatismo, se introdujeron incentivos significativos para favorecer la inversión privada en el sector exportador y de servicios públicos (Moguillansky, 1999). Así, finalmente, se registraron cuantiosas transferencias por la manera en que tomaron forma los procesos de privatización o reprivatización, por el rescate de agentes golpeados por la crisis de la deuda, por las ganancias envueltas en los programas de conversión de deuda (véase el cap. VII), por el eficiente sistema de reintegro a los exportadores y, por supuesto, por la muy necesaria e intensa depreciación cambiaria.

El análisis de la productividad, en el capítulo I, demostró que la productividad efectiva del capital en el régimen de Pinochet fue menor que en la década del sesenta (véase el cuadro I.4). Estos resultados invitan a ser cautos al evaluar el efecto sobre la productividad de las reformas económicas que se aplicaron en Chile. En efecto, las firmas sobrevivientes tienden a ser más productivas (véase Tybout, de Melo y Corbo, 1991), pero esto es compensado por la mortalidad de otras empresas, y por la subutilización de recursos productivos, que implica una evidente ineficiencia para la economía como un todo.

Por otra parte, entre las empresas que sobrevivieron, incluyendo las nuevas empresas, hay una heterogeneidad mayor que en años pasados. La modernización llegó a muchos sectores de la economía, pero no a la mayoría de ellos aún. Por ejemplo, hay sectores campesinos, pequeño comercio y servicios, talleres industriales y trabajadores por cuenta propia que tuvieron grandes dificultades para capitalizar y que, en parte, hacia fines de los ochenta operaban con ingresos menores que veinte años atrás. Sobrevivieron o encontraron ocupación flexibilizando sus ingresos hacia abajo.

Todo esto no es óbice para destacar lo positivo de que exista un segmento creciente de empresas, urbanas y rurales, de gran productividad y dinamismo. Parece evidente que después de la mortandad, los sobrevivientes son más fuertes que la media del universo antes de la reforma. Esta es una importante herencia positiva para el futuro. El énfasis exportador de las políticas económicas y la creación de un mercado de recursos naturales y de tierras (facilitada sí por la anterior reforma agraria) pasaron a ser el terreno favorable de cultivo para que las iniciativas empresariales, sobre todo de las generaciones más jóvenes, se aventuraran en la toma de riesgos y en la exploración de nuevas formas de producir.<sup>13</sup>

## **b) Los balances macroeconómicos**

Hay un largo historial en Chile y en América Latina que comprueba la importancia de que se mantengan equilibrios macroeconómicos básicos. Estos se refieren al volumen de emisión monetaria, a la relación entre los ingresos de exportaciones y los gastos en importaciones, y al presupuesto fiscal. Desequilibrios excesivos y persistentes, en cualquiera de estos frentes, han sido causales de grandes crisis, hiperinflaciones y recesiones. Hay un cuarto balance, que habitualmente no se in-

---

<sup>13</sup> Este dinamismo de un segmento de la población, se dio en conjunto con una mayoría de jóvenes en ocupaciones con ingresos menores que los recibidos por sus padres dos decenios atrás, no obstante la mayor escolaridad de la nueva generación.



cluye explícitamente entre los equilibrios macroeconómicos, que es la relación entre el nivel de la capacidad productiva (su creación) y el nivel de la producción efectiva (o uso de capacidad): la magnitud de la brecha que exista entre ambas variables tiene una influencia muy significativa sobre el nivel de formación de capital y, por ende, sobre el empleo productivo.

El gobierno de Pinochet fue, en general, muy cauto en la expansión monetaria y, salvo durante los años más recesivos después de 1982, mantuvo un presupuesto fiscal equilibrado o superavitario. Una consecuencia positiva de esas políticas fue una inflación moderada. Se ha demostrado, no obstante, que esas políticas son una condición necesaria pero insuficiente para la estabilidad económica. En efecto, en contraste, en el sector externo se registró un prolongado y creciente déficit, financiado con endeudamiento externo entre 1977 y 1981, que llevó a la crisis de 1982. Por otro lado, en la mayor parte durante ese régimen predominó una elevada brecha entre la capacidad productiva y su utilización (véase el gráfico I.1).

Luego de la profunda recesión económica de 1982 y de algunos años de incertidumbre, a partir de 1986 se inició una recuperación fuerte y sostenida de la actividad y del PIB, reduciéndose progresivamente la brecha de subutilización en 1986-87. En el bienio siguiente, la expansión de la demanda y de la actividad económica se aceleró, lo que culminó con un sobrecalentamiento en 1989, cuando se alcanzó una tasa de aumento del PIB de 10%. La que fue liderada, principalmente desde fines de 1987, por un aumento de la demanda agregada del sector privado, resultante de gran expansión monetaria, reducción fuerte de la tributación, rebaja arancelaria y atraso del tipo de cambio que abarataron las importaciones.<sup>14</sup>

---

14 La cantidad de dinero del sector privado (M1A) se expandió 56% en los doce meses terminados en octubre de 1988 (mes del plebiscito a que se vio obligado a convocar el gobierno de Pinochet), la tributación se redujo en cerca de 4% del PIB en 1988-89 y el tipo de cambio real se revaluó 12% entre junio de 1988 y junio de 1989, fecha ésta en la cual el gobierno de Pinochet revirtió esa política debido al aumento acelerado de las importaciones.

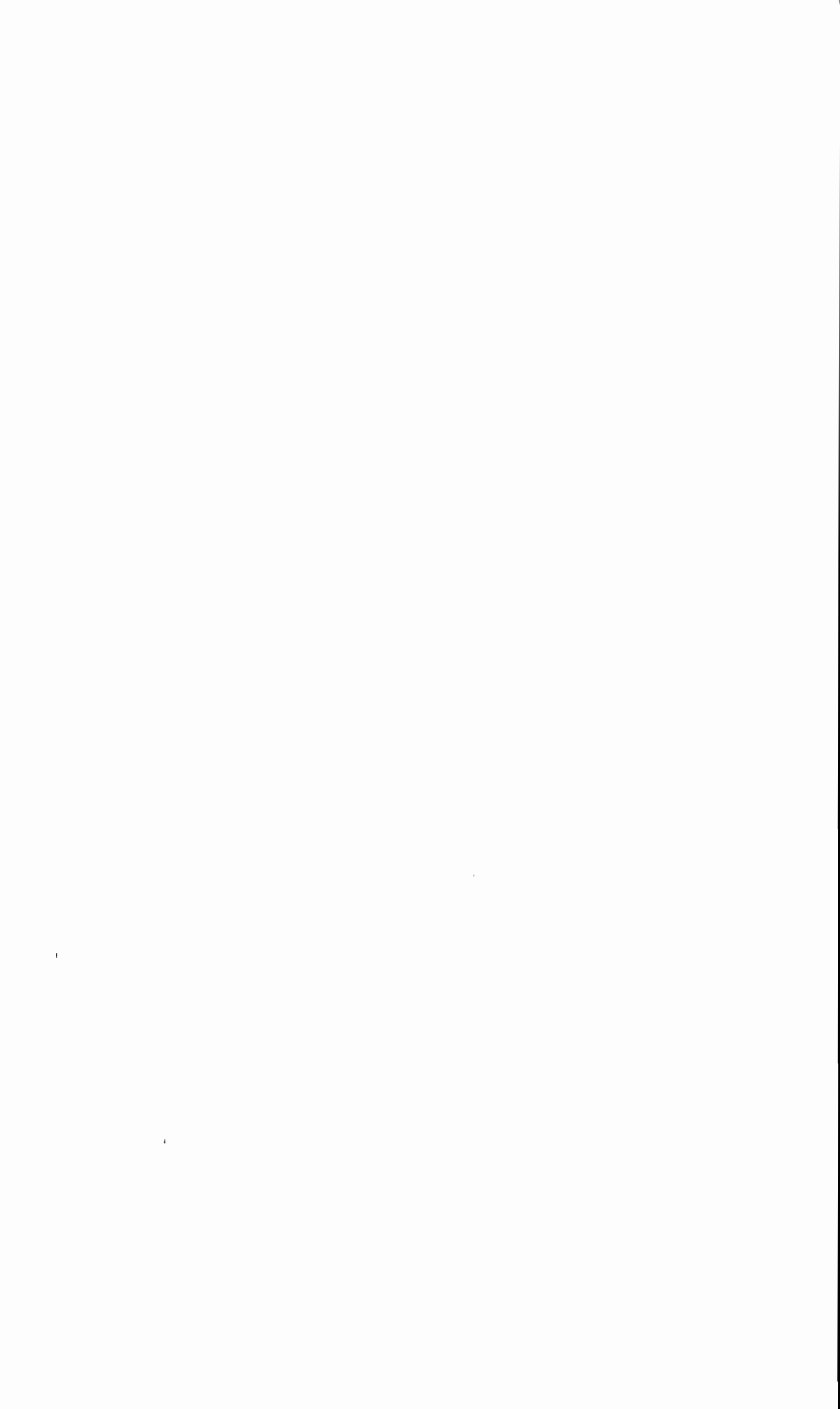
La demanda agregada real creció, en el bienio 1988-89, veozmente: 22%; el PIB aumentó 18%, resultado inesperado y opuesto al programado por el gobierno, que había proyectado un crecimiento del PIB de 9 a 10% en la suma de los dos años, y un aumento de la demanda menor. El diferencial entre gasto y producción fue cubierto por el mejoramiento de los términos del intercambio (precio del cobre y otros). La capacidad productiva se expandió sólo 7-8% en el bienio. El aumento notable del PIB efectivo se debió a la existencia de capacidad instalada subutilizada, que terminó por coparse.

Este desequilibrio se expresó en una notoria aceleración de la inflación y en una fuerte alza de las importaciones. En efecto, la inflación anualizada entre septiembre de 1989 y enero de 1990 llegó a 31% con lo que triplicó la tasa de 10% registrada hacia fines de 1988. El volumen de las exportaciones aumentó un vigoroso 23% en el bienio, pero las importaciones se expandieron 41%. La brecha fue cubierta por el ingreso extraordinario de divisas generado por el ya el mencionado efecto positivo de los términos del intercambio. Esta mejora se centró en el precio del cobre, cuyo nivel se duplicó entre 1985-86 (US\$ 0,63 por libra) y 1988-89 (US\$ 1,24); el cobre representaba la mitad de las exportaciones chilenas y era producido principalmente por una empresa estatal, que ha reportado altos impuestos y utilidades al gobierno.

Debido a los desajustes existentes, el gobierno de Pinochet se vio obligado a efectuar sucesivos ajustes, que incluyeron una devaluación en junio de 1989, y ajustes en el mercado financiero en abril y septiembre del mismo año y uno drástico en enero de 1990, (este último, con la participación del Banco Central, ya enmarcado en la legislación hecha por el régimen de Pinochet y que entró en operación el 9 de diciembre, 5 días antes de la elección presidencial). De esta manera, cuando el Presidente Aylwin asumió en marzo de 1990, las tasas de interés reales estaban notablemente altas, situándose la de colocaciones en 16%.

En síntesis, al iniciarse el gobierno democrático, la macroeconomía no estaba en equilibrio, y un proceso de ajuste

estaba en marcha para equilibrarla. Por otra parte, el PIB efectivo había alcanzado la frontera productiva. Por lo tanto, cualquier aumento adicional de la producción requería, a diferencia de los años precedentes, un aumento concomitante de la capacidad productiva.



## CAPÍTULO VII

### CONVERSIÓN DEUDA-CAPITAL: 1985-90\*

En 1985, el gobierno estableció un programa para convertir endeudamiento externo en activos internos, en un contexto de una elevada deuda de Chile. En 1985, era equivalente a 1,3 veces el PIB, involucrando un servicio financiero anual de US\$ 1.900 millones y transferencias netas a la banca comercial acreedora que alcanzaban a 5% del PIB. Estos porcentajes eran todos superiores al promedio de Latinoamérica. El programa de conversión de deuda estuvo enfocado a reducir el volumen de endeudamiento y su servicio y, como consecuencia, esperaba recuperar el pleno acceso a los préstamos externos voluntarios.

Este programa del gobierno chileno fue alabado con entusiasmo por los acreedores (Banco Central, 1988). Según estos últimos, el esquema imperante en Chile debería ser un modelo para las naciones deudoras. En otros círculos, sin embargo, el esquema oficial fue blanco de diversas críticas.

Este capítulo presenta una breve descripción de las características principales de las formas más significativas de conversión de deuda implementadas en Chile, y examina el volumen y origen de las transacciones con pagarés registradas hasta fines de 1989 (sección 1). Luego se revisan los efectos principales de la capitalización de deuda, analizando los costos y beneficios que implicó para Chile (sección 2), para cerrar con algunas conclusiones.

---

\* Basado en "Conversión de deuda-capital en Chile", publicado en *Cuadernos de Economía*, Año 27, N° 82, diciembre de 1990. Agradezco a Robert Devlin, Felipe Larraín, Manuel Marfán y Salvador Valdés, por sus valiosas observaciones, y a Andrés Gómez-Lobo y Andrea Repetto por su colaboración.

## 1. EL PROGRAMA DE CONVERSIONES

La literatura académica y aplicada desde hace mucho tiempo que contiene proposiciones sobre conversión de deuda. Como dato histórico, en los años 30, muchos países latinoamericanos recurrieron a una forma de conversión basada en la recompra de sus propios bonos de deuda externa a precios substancialmente reducidos (CEPAL, 1964). Chile, por ejemplo, amortizó casi un tercio de su deuda entre 1935 y 1939, a una tasa promedio de descuento de 89% (Sanfuentes, 1987, p. 29). El valor presente de todos los pagos (capital e intereses) efectuados después de iniciada la moratoria, como porcentaje del saldo de la deuda vigente al comienzo de ésta, se estima en 31% (Jorgensen y Sachs, 1988, cuadro 1). Esto es, un descuento de 69%.

**Cuadro VII.1**  
 Precio de mercado de pagarés de deuda externa,  
 según país deudor, 1986-91  
 (valor nominal = 100, promedios anuales)

País	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Argentina	64	48	24	16	15	27
Brasil	74	53	47	30	25	29
Chile	66	62	58	60	67	84
Colombia	81	79	63	59	62	73
Ecuador	65	44	23	13	17	21
México	58	53	48	39	43	53
Perú	20	11	5	4	5	7
Venezuela	75	64	50	37	44	60
Promedio PEDs <sup>a</sup>	62	52	43	34	33	41

Fuentes: Basado en datos de Merrill Lynch International Bank y Banco Central de Chile para 1986-88 y Salomon Brothers para 1989-91. Se usaron promedios de las observaciones mensuales del precio comprador. La diferencia entre precio comprador y vendedor es de 0,5 a 2 puntos.

<sup>a</sup> Promedio entre precio comprador y vendedor para los 26 países en desarrollo cotizados, ponderados según el tamaño relativo de la deuda bancaria vigente de cada país.

En el curso de la crisis de los ochenta, tales proposiciones fueron renovadas y varios países realizaron conversiones, ya sea en el marco de programas oficiales o como operaciones aisladas<sup>1</sup>.

1 Información sobre programas en los años ochenta puede ser encontrada en Bouzas y Ffrench-Davis (1990); Lahera (1987); Morgan Guaranty (1987), entre otros.

Hubo un aumento rápido en el volumen de conversiones. Esto se vio incentivado por los elevados descuentos de los pagarés de deuda en los mercados internacionales. De hecho, el descuento promedio de los papeles de los países en desarrollo subió de 38% en 1986 a 66% del valor par en 1989 (véase el cuadro VII.1).

El programa chileno fue uno de los proyectos formales más tempranos y, en relación con el tamaño de la economía, fue el más significativo (véase el cuadro VII.2)<sup>2</sup>. El esquema oficial estaba compuesto de dos canales principales, uno de los cuales se relacionaba con la inversión extranjera. Es en este último en el cual nos concentraremos en este capítulo. Se trataba de un programa de capitalización de deuda, en virtud del Capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales de Chile, que estaba disponible para los residentes en el extranjero y diseñado para convertir el endeudamiento de mediano y largo plazo de residentes en Chile con bancos extranjeros. Estos últimos podían usar directamente sus pagarés representativos de préstamos o venderlos con un descuento en el mercado secundario internacional. El comprador canjeaba, entonces, el pagaré de deuda por capital accionario del deudor, o lo cambiaba por dinero en efectivo o documentos en moneda chilena; estos últimos podían ser vendidos en el mercado secundario nacional y el producto obtenido era aplicable a inversión accionaria o a la compra de activos productivos en Chile.

**Cuadro VII.2**

Conversión de deuda bancaria y deuda total vigente,  
en países deudores seleccionados

	Monto convertido acumulado a 1989 (US\$mM)	Participación en deuda total de 1985 %	Deuda total en 1989 (US\$mM)	Deuda/PNB en 1989 (%)
	(1)	(2)	(3)	(4)
Argentina	2,5	4,9	65,3	92,9
Bolivia	0,8	16,5	3,6	85,8
Brasil	10,1	9,7	115,9	26,6
Chile	9,0	44,2	18,0	68,8
Filipinas	18,3	10,2	28,7	68,3
México	1,4	9,5	93,8	46,9

Fuentes: Basado en estadísticas de Banco Mundial, *World Debt Tables*, varios números.

2 Estudios del caso chileno son presentados en Banco Central (1988), Elórtégui (1988), Errázuriz (1987), Fontaine (1988), y Larraín y Velasco (1990).

Cuando el Banco Central era el deudor involucrado, pagaba con pagarés cancelables en pesos a largo plazo. Así, evitaba aumentar la oferta de dinero en el corto plazo. Sin embargo, obviamente aumentaba la presión de la demanda por fondos en el mercado secundario local de capitales. Este mercado pudo absorber bien la presión, tanto por su rápido crecimiento en la etapa de desarrollo en que se encontraba como porque el presupuesto fiscal se tornó superavitario nuevamente, dejando así espacio para la oferta adicional de pagarés en pesos del Banco Central y otros deudores.

Posteriormente, el inversionista estaba facultado a comprar divisas extranjeras a la tasa oficial, para remesar al extranjero, después de cuatro años de efectuada la inversión, los dividendos acumulados, y repatriar el capital después del décimo año.

A fin de favorecer las transacciones de los inversionistas menores, en 1987 se aprobó la operación de fondos mutuos de inversionistas extranjeros bajo el Capítulo XIX o en virtud del Decreto 600, que es el marco legal que rige la inversión extranjera directa en Chile. Estos fondos se invirtieron en la compra de acciones o en valores de renta fija.

El otro componente formal del esquema (Capítulo XVIII) no estaba relacionado con la inversión extranjera. Su objetivo era reducir la deuda externa sin acceso posterior al mercado oficial de divisas para remesar utilidades o capital. El Banco Central licitaba cupos periódicamente, que daban derecho a los residentes en Chile a adquirir pagarés de deuda en el extranjero. A través de estas licitaciones, el Banco Central captó en 1985-89 el 30% del descuento de los pagarés de la deuda de Chile en los mercados internacionales, quedando el 70% restante en manos de otros agentes. La compra de pagarés de deuda se pagaba con moneda extranjera obtenida en el mercado interno "informal" o con capital "fugado" anteriormente al extranjero, o con "lavado de dinero" proveniente de otras fuentes foráneas.

Otras formas importantes de reducción de la deuda correspondían a la capitalización de préstamos previamente asociados



con inversión extranjera, a recompras directas por parte del Banco Central, a recompras de deudores privados, y a descuentos y condonaciones obtenidas por deudores en mala situación financiera. Hubo una gran heterogeneidad en las implicaciones de bienestar nacional de los diversos mecanismos de conversión.

Hasta diciembre de 1989, se habían transado pagarés por alrededor de 45% de la deuda externa de US\$ 20.000 millones vigente a mediados de 1985 (véase el cuadro VII.3). No obstante, la deuda total se vio reducida en un monto mucho menor: aproximadamente US\$ 2.500 millones, concentrándose esta reducción en 1988-89. Esto se debe a que Chile obtuvo préstamos netos preferenciales que se adicionaron al saldo de la deuda (véase el capítulo VI)<sup>3</sup>, en especial de acreedores multilaterales (Banco Mundial, BID y FMI).

**Cuadro VII.3**  
Conversiones y reducciones de deuda según  
deudor y canal: Chile, 1985-89  
(millones de US\$)

Deudor	Capítulo XIX <sup>a</sup>	Capitalización D.L. 600	Capítulo XVIII	Canje de cartera	Otros <sup>b</sup>	Total 31.12.89
I. Sector público	1.308	—	852	70	1.323	3.553
1. Banco Central	925	—	485	27	876	2.313
2. Banco del Estado	281	—	192	5	—	478
3. Empresas Públicas	102	—	176	38	448	763
II. Sector privado	1.853	276	1.689	85	1.532	5.435
1. Financiero	1.852	153	1.600	78	75	3.758
(a) Con garantía pública	1.830	2	1.522	78	—	3.433
(b) Sin garantía pública	22	151	77	—	75	325
2. No financiero	1	123	89	7	1.457	1.677
III. Total	3.161	276	2.541	156	2.855	8.988

Fuente: Banco Central, *Boletín Mensual*, enero 1990. Las cifras se refieren a operaciones materializadas.

<sup>a</sup> Incluye US\$ 91 millones correspondientes a Fondos de inversión. <sup>b</sup> Incluye US\$ 440 millones correspondientes a dos licitaciones del Banco Central; US\$ 357 millones se destinaron a fruteros afectados por el caso de sabotaje de las uvas en Estados Unidos; US\$ 506 millones son de prepagos al amparo del convenio de reestructuración de la deuda externa (cláusula 5.12).

3 La devaluación del dólar estadounidense en 1985-87 también contribuyó a un aumento del valor en dólares de la deuda en otras monedas. Aquella tendencia se revirtió en 1988.

Como resultado, la composición de la deuda experimentó un cambio significativo, con un aumento sustancial en el aporte de acreedores oficiales y una caída importante en las obligaciones con bancos acreedores. Como se expone luego, un tercio de las operaciones de "reducción" solo implican un cambio de la forma de los pasivos externos de Chile (con el correspondiente descuento) y no una extinción de ellos. Con todo, la deuda total y capitalizada de Chile en 1989 era todavía comparativamente alta, 75% del PIB. Su monto absoluto, además, era similar al de 1985 (cuadro VI.1, col. 8).

## 2. EFECTOS DE LA CAPITALIZACIÓN DE DEUDAS

Las conversiones deuda-capital involucran un cambio en la composición de las cuentas externas de las naciones deudoras; los pagos de intereses son reemplazados por remesas de utilidades y las amortizaciones de principal por reservas de depreciación y retiros de capital. La fuente de parte del desequilibrio externo se traslada así desde "las cuentas de préstamos" a "las cuentas de inversión".

Bajo el Capítulo XIX se convirtió un total de US\$ 3.160 millones. Además, hubo conversión directa en capital de préstamos asociados originalmente con inversión extranjera bajo el Decreto 600 por US\$ 280 millones. La deuda se redujo, así, en US\$3.400 millones (equivalente a alrededor de 15% del PIB anual). Las operaciones eran aprobadas caso a caso por el Banco Central, sin licitación y sin el cobro de una comisión, que le permitiera al Banco recuperar parte del notable costo incurrido en el rescate de los deudores privados durante la crisis de la deuda. En general, imperó una actitud permisiva, salvo en el caso de las "grandes operaciones de la minería del cobre u otros proyectos con posibilidades de recibir aportes en moneda extranjera"<sup>4</sup>. No obstante, y como se señala a continuación, el monto de la inversión extranjera neta en efectivo fue baja hasta 1989, lo que sugiere

4 La cita entre comillas proviene de un alto funcionario del Banco Central. El Mercurio, 7 de octubre de 1987, p. D9. Ver también Fontaine (1988). Se dio un paso en la dirección opuesta en 1989 al autorizar operaciones del Capítulo XIX en la minería del cobre.

que en la práctica fue desplazada en algún grado por la inversión financiada con pagarés. De hecho, un estudio del Banco Mundial revela que hubo sustitución en el caso de los inversionistas no bancarios (Bergsman y Edisis, 1988). Volveremos a esto más abajo.

### **a) El comportamiento de la inversión directa y de la deuda en el ciclo**

Se ha sostenido repetidamente que la conversión de deuda en capital accionario mejora las defensas del país receptor contra los ciclos económicos. Este planteamiento, por lo general, es considerado un hecho; por ende, vale la pena analizar si es o no válido, en qué aspectos y en qué circunstancias. Es útil distinguir entre el stock de capital, su flujo y su remuneración.

Indudablemente, la IED tiene un comportamiento diferente al de flujos de corto plazo. Suele ser realizado por agentes diferentes, con variables determinantes y horizontes distintos. Por ello, los flujos de IED tienden a continuar en proporción importante durante los períodos recesivos o de crisis, en tanto que los de corto plazo tienden a revertirse, especialmente por las expectativas de devaluación. Respecto a los stocks vigentes, la IED es principalmente un activo inmovilizado, irreversible, en tanto que los flujos de corto plazo, tales como créditos financieros e inversión bursátil, son muy móviles<sup>5</sup>. En consecuencia, es común observar que el stock de pasivos de corto plazo tiende a caer en las situaciones críticas; esto es, el flujo de ingreso se detiene y el stock de ingresos pasados tiende a revertirse.

Cuando se trata de créditos de largo plazo, la diferencia con la IED se reduce. En particular, cuando se trata de créditos asociados con la IED y con plazos extensos de amortización. También los créditos para la compra de equipos suelen ser estables desde el lado de la oferta. Sin embargo, es la demanda por ellos la que se suele resentir en las crisis, por la caída de la inversión interna.

---

<sup>5</sup> Para no ser inducido a error, es importante controlar en las cifras de IED por las "utilidades reinvertidas". Estas se mantienen, en parte, en inversiones financieras, por lo cual no son irreversibles y suelen retirarse en las situaciones críticas.

Por otra parte, se sostiene que intercambiar deuda por capital tiene en los deudores un efecto estabilizante o contracíclico, ya que las utilidades son más sensibles al ciclo económico, tendiendo a caer en períodos de recesión y viceversa. Por el contrario, las tasas de interés tienden a subir durante las recesiones. En síntesis, si la decisión de optar entre tomar en préstamo o de aceptar IED fuera adoptada bajo condiciones "normales", en virtud de contratos inalterables, la conversión de deuda a capital accionario implicaría para el país anfitrión un servicio contracíclico del capital durante las diversas etapas del ciclo económico.

Hay varias calificaciones posibles de hacer a este caso simple. Una de ellas refuerza la conclusión de la literatura convencional en favor de la capitalización de la deuda. Varias otras operan en la dirección opuesta.

*i) Capitalización de autopréstamo en compañías transnacionales*

El caso de la capitalización por parte de un inversionista extranjero de la deuda que mantiene con la firma matriz es bien preciso. Como se trata de un intercambio de activos extranjeros dentro de la misma transnacional, el retorno bruto total al capital tendería a permanecer inalterado. Lo que antes era distribuido como pagos de intereses, después de la capitalización sería distribuido como utilidades. Si los mismos impuestos rigen en ambas formas de retorno al capital, no hay ningún efecto en el servicio total del capital que paga el país deudor. Si, por ejemplo, sólo se tributa sobre las utilidades, el servicio del capital se vería reducido con la capitalización, mejorando entonces la posición neta del país deudor. La situación de Chile se acerca a este caso, con una tributación a las remesas de utilidades muy superior a las de los intereses; ello contribuye a explicar la escasa conversión de créditos asociados a la IED.

¿Por qué, no obstante, los acreedores capitalizaron una parte de la deuda en este caso? Una de las razones es que el riesgo de sufrir la reprogramación de los pagos del principal e intereses de la deuda es mayor que en el caso del "capital de riesgo". Esto fue, de hecho, lo que se produjo en los años ochenta en las naciones deudoras. En efecto, hubo reestructuraciones del servicio de la

deuda y situaciones de atrasos y moratorias en muchos países. En cambio, el "capital de riesgo" no resultó riesgoso en ese sentido.

ii) *Tasa variable de remesas de utilidades*

De hecho, no todas las utilidades son remesadas instantáneamente a medida que son generadas. Por lo general, los inversionistas remesan porcentajes variables de las utilidades anuales. La evidencia disponible sugiere que la proporción remesada del total de las utilidades sería procíclica. En efecto, en Latinoamérica, en los años ochenta, el porcentaje de utilidades de la IED que fue reinvertido cayó abruptamente.

Datos referentes a la IED originada en compañías estadounidenses, demuestran que, después de los shocks de 1981-82, las utilidades de la IED cayeron considerablemente, pero las remesas experimentaron un leve aumento. Es así que la tasa de remesa (como porcentaje de las utilidades netas) subió de un 46% en 1980-81 a un 88% en 1984-86<sup>6</sup>. Se constata así que la IED gozó de mayor flexibilidad que el acreedor crediticio para retirar utilidades remesables y reservas por concepto de depreciación, durante la crisis de la deuda.

Para la estabilidad macroeconómica en el corto plazo, lo que importa es la disponibilidad de divisas. Por consiguiente, otro punto importante es el flujo neto de IED. En condiciones recesivas, o de alguna otra manera crítica, este flujo también tiende a ser procíclico. De hecho, con la recesión de inicios de los años ochenta, el flujo de la IED neta experimentó una caída abrupta en Latinoamérica, pero cabe destacar que siempre fue de signo positivo.

El mismo comportamiento procíclico es registrado por la IED en Chile (cuadro VII.4). La IED neta disminuyó brusca-

---

6 Cálculos del autor para América Latina que se basan en Lahera (1987) y US Department of Commerce, *Survey on Current Business*. En 1980-81 las remesas anuales alcanzaron un promedio de US\$1,680 millones, y US\$1,920 millones en 1983-86. En 1983 las remesas fueron superiores a las utilidades; por lo tanto, en 1983 hubo un reparto de utilidades; no distribuidas en años anteriores.

mente, desde un promedio anual de US\$ 332 millones en 1980-82 a US\$ 84 millones en 1983-86. Además es posible observar un cambio sustancial en las transferencias netas entre Chile y los inversionistas extranjeros, desde una cifra positiva de US\$ 217 millones anuales en 1980-82 a un nivel negativo de US\$ 32 millones en 1983-86. Pero es indudable que su comportamiento fue mucho más favorable que el de la banca acreedora y los flujos de corto plazo (ver cuadro VI.4, del capítulo anterior). Posteriormente, hubo una recuperación de la IED neta, pero las remesas de utilidades también crecieron notoriamente, tal como se observa en el cuadro VII.4<sup>7</sup>.

*iii) La deuda antigua es más riesgosa para el inversor que el "capital de riesgo"*

Bajo circunstancias "normales", el valor presente de los flujos de utilidades tiende a exceder a aquél de los flujos de intereses si ambos son actualizados con la misma tasa de interés; la diferencia estaría asociada al mayor riesgo asumido por el "capital de riesgo". Bajo las circunstancias vigentes desde 1982, sin embargo, que fueron anormales, parece probable que el crédito bancario resultase más riesgoso para los acreedores que la IED típica.

Los acreedores reconocían que las esperanzas de normalizar rápidamente las relaciones con los países deudores eran poco realistas<sup>8</sup>. La percepción dominante era que la deuda bancaria enfrentaba con alta probabilidad las dos alternativas siguientes. Una era la reprogramación a largo plazo, con topes a las tasas de interés o financiamiento "involuntario" de los pagos de interés. La otra era la conversión de deuda antigua a deuda nueva, con

---

7 En los años ochenta, el Banco Central de Chile sólo contabilizaba las utilidades distribuidas. Por otra parte, debe tenerse presente que una fracción considerable de la inversión efectuada por compañías transnacionales es financiada con préstamos de sus matrices u otras fuentes. Esta parte no está incluida en las cifras de IED, sino que en la deuda externa de Chile, pero estuvo excluida de las renegociaciones.

8 Los cambios radicales del sentimiento del mercado se constatan al poco tiempo, al iniciarse los noventa, aunque predominantemente con otros acreedores. Véase French-Davis (1999, cap. V).

**Cuadro VII.4**  
 Flujos de capital, utilidades y transferencias netas  
 de la inversión extranjera directa, 1974-89  
 (millones de US\$)

	Inversión extranjera directa (1)	Utilidades remesadas (2)	Transferencias netas (1)-(2) (3)
1974	-16,7	8,9	-25,6
1975	-4,2	7,5	-11,7
1976	-1,2	5,3	-6,5
1977	21,4	23,9	-2,5
1978	181,1	35,3	145,8
1979	244,5	41,1	203,4
1980	213,2	85,7	127,5
1981	383,0	126,0	257,0
1982	400,8	134,0	266,8
1983	131,8	90,7	41,1
1984	71,8	116,8	-45,0
1985	72,1	129,2	-57,1
1986	60,3	126,2	-65,9
1987	105,0	151,8	-46,8
1988	124,2	206,5	-82,3
1989	269,2	261,3	7,9

Fuente: Banco Central de Chile, *Balanza de Pagos*, varios números. Las cifras difieren significativamente de las del Comité de Inversiones Extranjeras debido a definiciones diferentes.

(1) Inversión neta. Excluye inversión financiada con conversiones de deuda y créditos asociados a la inversión (incluidos en la deuda externa). (2) Remesas de utilidades netas de impuestos.

un descuento a favor del país deudor. El descuento podría tender a acercarse a los descuentos del mercado, que en 1989 promediaron un 66% para el país en desarrollo típico (cuadro VII.1). Por otra parte, parecía más complicado para la nación deudora (o “valer menos la pena”, dado que el stock de la IED era notablemente menor que el de la deuda) modificar las reglas que rigen las remesas de IED. De hecho, el servicio de la deuda se “subordinó” al servicio de la IED.

En consecuencia, dejando de lado por el momento la ganancia de capital implícita en el descuento sobre el pagaré que era captado por el inversionista con pagarés, es probable que para alcanzar un punto de indiferencia, la utilidad esperada debiese ser inferior a los intereses esperados. La evidencia sugiere

que en las conversiones deuda-capital sucedía precisamente lo contrario: el capital accionario se ofrecía a precios castigados por la recesión, a lo que se adicionaba el descuento captado por el inversionista del Capítulo XIX. Por lo tanto, para los eventuales inversionistas resultaba más rentable operar a través de este canal antes que hacerlo vía créditos directos.

El cuadro VII.5 demuestra que los deudores chilenos captaron, con el Capítulo XIX, aproximadamente sólo 12 puntos porcentuales del descuento promedio de 39,5% resultante en el mercado secundario internacional en 1985-89. Si se toman en consideración las tendencias del mercado, un descuento creciente para el país deudor promedio, y las cada vez más numerosas proposiciones de autoridades internacionales para efectuar alguna forma de reemplazo de deuda antigua de los países en desarrollo por deuda nueva descontada, los 12 puntos porcentuales captados por Chile, en el capítulo XIX, parecen haber sido una extraordinaria subestimación de los descuentos que era posible captar en el período estudiado. De hecho, en dos operaciones de prepago efectuadas por el Banco Central en 1988 y 1989, se obtuvieron descuentos entre 42 y 50%.

Si la tasa real de retorno para el inversionista, después de impuestos, de las conversiones de deuda por capital accionario excediera el 7% (sobre un valor redenominado de 88%), ello implicaría que el servicio del capital accionario resultaría, para Chile, mayor que los pagos de intereses reales ahorrados a las altas tasas vigentes en esos momentos (10% nominal y 6% real, incluyendo márgenes de intermediación). La evidencia sugiere que las tasas de utilidades duplicaron esa marca. Sin embargo, más abajo nos referiremos a las implicaciones positivas de la secuencia cronológica.

*iv) La valoración del capital convertido*

Un tercer efecto que opera en la misma dirección —a favor del inversionista extranjero que convierte deuda en capital en el país deudor— es que durante los períodos de recesión el precio de los activos productivos nacionales decae; los precios de las acciones,



**Cuadro VII.5**  
Capitalización del Capítulo XIX: volumen y precios, 1985-89

	1985	1986	1987	1988	1989	Total
<b>I. Conversión de deuda</b> (millones de US\$)						
1. A valor par	32,3	213,5	707,3	885,9	1.321,8	3.160,8
2. A precios internacionales	21,3	143,6	436,0	515,7	796,4	1.913,0
3. A precios de redenominación en Chile	30,0	198,9	659,3	791,3	1.105,1	2.784,8
<b>II. Precios (% del valor par)</b>						
1. Mercado secundario internacional (I.2/I.1)	65,9	67,3	61,6	58,2	60,2	60,5
2. Redenominación en Chile (I.3/I.1)	93,0	93,2	93,2	89,3	83,6	88,1

Fuente: I.1 es la conversión a través del Capítulo XIX registrada por el Banco Central para el período junio 1985 a diciembre de 1989; I.2 fue calculado con los montos de conversiones y los precios en el mercado secundario internacional; I.3 está basado en los valores de redenominación en el mercado interno.

de hecho, tienden a ser muy procíclicos. El cuadro VII.6 muestra las notables fluctuaciones reales del índice de precios de las acciones (en pesos) en los ochenta<sup>9</sup>. El índice, además de inestable, estuvo notoriamente deprimido; por ejemplo, entre el segundo semestre de 1980 y 1985, el índice real de precios de la bolsa había caído 64%. Esas fluctuaciones se acentúan al expresar el índice en su equivalencia en dólares (lo que permite su cruce con antecedentes relativos a la conversión de deuda externa). Dado que la recesión involucró también una devaluación del tipo de cambio, como mecanismo de ajuste para enfrentar los shocks externos, la tendencia anterior se hace más marcada al expresar los precios de las acciones en su equivalente en dólares, mostrando una caída real que se eleva a 77%. Por lo tanto, al iniciarse las conversiones, en 1985, el espacio para recuperación era enorme. De hecho, hacia 1989 el índice real en dólares se había recuperado 187%. Si estos precios se utilizan como referencia al evaluar la

9 Estamos conscientes de los problemas de hacer comparaciones del índice a lo largo del tiempo. Aparte del efecto de la política de dividendos y las nuevas emisiones de acciones, el índice corresponde a una economía que ha sufrido cambios dramáticos en la propiedad de las firmas, en sus límites y en la estructura de sus activos y pasivos.

conversión de deuda en IED que se concentra en la compra de empresas locales existentes, el diferencial entre el valor presente esperado de las tasas de utilidad y las tasas de interés, que es desfavorable para el país anfitrión, se verá aumentado significativamente.

**Cuadro VII.6**  
Indice general de precios de acciones en pesos  
y convertido a dólares de 1980  
(Indices 1980 = 100)

		Tipo de cambio real (1)	Indice general de precios de acciones		
			En pesos		Convertido a US\$
			Nominal (2)	Real (3)	Real (4)
1980	I	104,2	87,5	93,1	89,4
	II	95,8	112,5	105,6	110,2
1981	I	87,2	102,9	88,0	100,9
	II	82,4	87,2	71,3	86,6
1982	I	81,4	79,9	64,4	79,2
	II	111,5	78,3	56,5	50,7
1983	I	120,8	65,3	41,5	34,4
	II	116,1	63,0	35,6	30,7
1984	I	119,6	78,7	41,5	34,7
	II	127,0	77,4	36,8	29,0
1985	I	140,4	87,3	35,1	25,0
	II	161,9	113,1	40,9	25,3
1986	I	164,7	164,0	54,1	32,8
	II	168,1	229,1	70,6	42,0
1987	I	170,9	318,7	89,2	52,2
	II	176,2	394,8	100,4	57,0
1988	I	186,5	407,8	97,2	52,1
	II	183,5	461,9	104,5	56,9
1989	I	176,0	629,7	131,5	74,7
	II	185,0	686,3	129,2	69,8

Fuente: Basado en Banco Central y Bolsa de Comercio de Santiago. Las cifras son promedios semestrales de valores mensuales.

(1) Tasa nominal deflactada por el IPC e inflactada por el índice de precios externos para Chile. (3) Índice general de precios de acciones deflactado por el IPC. (4) Equivalente a  $(3) \times 100 / (1)$ .

Un aumento fuerte de los precios de la Bolsa en 1989 involucró una ganancia de capital sustancial para los inversionistas "tempraneros". Esta alza en las cotizaciones, en parte, fue impulsada por el sobrecalentamiento de la economía chilena (véase el capítulo VI), pero también por la intensidad de las operaciones

del Capítulo XIX, incluidas la puesta en marcha de los “fondos de inversión extranjera”. Sin embargo, aún en 1989 era posible comprar con un dólar real 38% más de acciones que en 1980.

Un porcentaje significativo de las conversiones deuda-capital estuvo asociado a la privatización de empresas públicas, o de empresas temporalmente bajo administración estatal como resultado de la crisis económica de 1982. Consecuente con el deseo del gobierno de privatizar lo más rápidamente posible, con compradores locales o extranjeros, las tasas de retorno del capital invertido fueron considerablemente más altas que las tasas de interés. Los bancos acreedores, que efectuaron directamente algunas de las transacciones más grandes y 40% del total de capitalizaciones, fueron así capaces de convertir préstamos “malos” (riesgosos) en “buen” capital accionario (Dornbusch, 1988b).

La participación de firmas no bancarias aumentó significativamente con el transcurso del tiempo. Después de adquirir pagarés de la deuda en el mercado secundario internacional, éstas compraron parte de las compañías privadas ya establecidas, creando además empresas nuevas.

#### **b) Tipo de cambio preferencial múltiple: un subsidio implícito para el inversionista extranjero**

Dados los descuentos que prevalecían en el mercado secundario internacional, existía una renta económica inherente a ser distribuida entre los agentes que participan en la conversión. Potencialmente, el descuento podría haber sido captado por las naciones deudoras. Esta sería una contrapartida o compensación por los considerables costos incurridos en el proceso de ajuste desde comienzos de la década de los ochenta.

El Capítulo XIX implicó una ganancia considerable de capital o subsidio implícito para los inversionistas que operaron con pagarés de deuda. El subsidio o diferencial tendió a desplazar la inversión extranjera en dinero efectivo, en favor de la inversión a través de pagarés. En los primeros cuatro años y medio en que estuvo en vigor el Capítulo XIX, los pagarés de deuda externa

fueron reconocidos en Chile a un precio promedio de 88% del valor par. El descuento, entonces, fue captado en una proporción muy significativa por el inversionista extranjero. De hecho, sólo entre un quinto y un tercio del descuento del mercado fue captado por el Banco Central o por otros deudores (cuadro VII.5), con una media de 30% (12 de los 39 puntos). El 70% fue captado por acreedores o inversionistas extranjeros. Este saldo de renta económica, que fue distribuido sin mediar licitaciones u otro mecanismo de asignación transparente, alcanzó un monto de US\$ 870 millones (líneas I.3-I.2 del cuadro VII.5).

El mismo resultado, visto desde la perspectiva del mercado de divisas, implicó que el inversionista que convirtió pagarés de deuda, se benefició del equivalente de un tipo de cambio sustancialmente más alto que el oficial e incluso que la tasa del mercado "informal" (Gemines, 1987). El vendedor de los pagarés recibió, en pesos, un promedio de 88% del valor nominal<sup>10</sup>, en tanto que los pagarés habían sido adquiridos en un precio de 60,5% de su valor par. En consecuencia, el monto promedio en pesos recibido por dólar gastado fue 46% más alto que la tasa oficial. ¿Por qué una tasa de cambio preferencial para la inversión extranjera que llegó a través de pagarés?<sup>11</sup> Desde luego, un diferencial

---

10 Inicialmente los pagarés extendidos por el Banco Central al inversionista se cotizaban aproximadamente en 93%. Los pagarés de bancos comerciales habrían sido valorados entre un 92 y un 98% (Gemines, 1987, p. 22). El descuento del mercado secundario interno está asociado a la tasa de interés que el Banco Central pagaba sobre sus pagarés. Inicialmente entregó pagarés reajustables en UF, con un interés 0,50% inferior a la tasa de mercado correspondiente a captaciones a plazos de 90 a 365 días. El Banco Central modificó en diversas ocasiones el descuento respecto a la tasa de mercado. El Banco también entregó, a pedido de los operadores, papeles indexados en dólares.

11 El gobierno de Pinochet sostuvo que "la normativa actual permite que el deudor local capture para el país la porción correspondiente del beneficio". Como resulta difícil justificar un 70% como distribución adecuada en favor del acreedor bancario o inversionista, se señalaba entonces que el inversionista renuncia a la garantía estatal que ofrece el Decreto 600 y se somete a las restricciones no aplicables a los chilenos, lo que en opinión del gobierno - permitía concluir que "la operación es equilibrada". Ver declaración del Ministro de Hacienda, Hernán Büchi, *El Mercurio*, 10 de diciembre de 1987. El enorme monto convertido en 1987-89 y la comparativamente baja IED en dinero efectivo sugieren que este planteamiento era equivocado.

cambiarlo de 46% tiene implicancias distributivas y asignadoras importantes. Debe recordarse que, posteriormente, al momento de retirar el capital y utilidades, los inversionistas estarían afectados a la tasa de cambio oficial.

Algunos representantes de los empresarios chilenos reclamaron, justificadamente, sobre esta notoria discriminación contra el inversionista nacional. En especial, en áreas donde sus actividades competían con inversionistas extranjeros beneficiados por la autorización para financiar operaciones con pagarés de deuda externa y un tipo de cambio implícito significativamente preferencial para su inversión.

### **c) El flujo de inversión extranjera en efectivo**

El problema del desplazamiento de la IED en dinero fresco es más difícil de abordar. ¿Cuánta IED se habría producido en ausencia de las conversiones de deuda? Existe una serie de efectos directos e indirectos, y una diversidad de secuencias cronológicas.

Un tipo de información, obviamente insuficiente, la constituyen los datos sobre el flujo de IED. El flujo total registrado (inversión en dinero efectivo, más aquella financiada mediante pagarés) creció notablemente desde que el Capítulo XIX entrara en vigor. Sin embargo, una porción considerable está cubierta por conversiones deuda-capital. De hecho, la IED neta financiada en efectivo era aún en 1989 inferior al nivel alcanzado a comienzos de la década de los ochenta.

Es evidente que la opción de financiar la inversión con pagarés de deuda transados a un descuento sustancial en los mercados internacionales, y luego rescatados en Chile cerca de su valor par, tiende a ser más rentable para el inversionista extranjero que la inversión directa de dinero efectivo en Chile. La IED neta en efectivo alcanzó un promedio de US\$166 millones al año en 1987-89, exhibiendo un notorio descenso, respecto de los US\$ 332 millones registrados en el período 1980-82 (véase el cuadro VII.4), y estando también por debajo de las estimaciones oficiales de US\$

315 millones al año proyectadas a mediados de 1985 para el período 1986-88 (Ministerio de Hacienda, 1985)<sup>12</sup>.

La IED neta se recuperó en 1989, elevándose a US\$ 270 millones; un componente nuevo significativo fueron los US\$ 87 millones correspondientes a los fondos de inversión autorizados a operar en la bolsa de valores, con una reducida tasa de impuesto a las remesas de utilidades (una distorsión que premia la inversión "financiera" en desmedro de la creación directa de capacidad productiva).

La brecha entre las mencionadas proyecciones y los resultados efectivos puede reflejar que inversiones que pudieron haberse efectuado en dinero efectivo fueron desplazadas por pagarés de deuda.

En algunos casos el subsidio implícito es, sin duda, determinante de la decisión de invertir. En otros casos la existencia del subsidio es un incentivo para que el inversionista extranjero cambie la forma de la inversión que tenía intención de hacer de todas maneras. En lugar de financiarlas con dinero fresco, y sujeto al tipo de cambio oficial, naturalmente preferirá cubrirla con pagarés comprados con un descuento que capta para sí. Dado que las operaciones vía Capítulo XIX fueron realizadas simultáneamente con una privatización de empresas chilenas, en un marco de escasa capacidad local para adquirirlas y un tipo de cambio oficial alto (depreciado), el precio de tales empresas para los extranjeros resultó bajo, y su rentabilidad esperada era alta.

La tendencia a desplazar la inversión en efectivo podría haber sido contrapesada sistemáticamente con disposiciones que exigieran un aporte específico en dinero por cada conversión de pagarés. En Chile, algunas grandes operaciones comprendieron ambas formas de inversión extranjera. Esta es una manera de promover los aportes en efectivo, sólo entonces traspasando a los inversionistas parte del subsidio implícito o tasa de cambio preferencial (ver Bouzas y Ffrench-Davis, 1990).

---

<sup>12</sup> Todas las cifras se refieren a "capital de riesgo". El flujo neto de créditos relacionados con la IED alcanzó a US\$ 385 millones en 1988.

Existe una segunda clase de información, a nivel microeconómico, basada en un estudio conducido por la Corporación Financiera Internacional (Bergsman y Edisis, 1988), en base a información de inversionistas que operaron con pagarés de la deuda en Argentina, Brasil, Chile y México. Los datos se presentan en forma agregada para los cuatro países, pero se diferencian entre inversionistas bancarios y no bancarios. En el caso de los primeros, el estudio revela que ninguna de las inversiones efectuadas por los bancos se habría producido sin un programa de conversión (Bergsman y Edisis, 1988, p. 8). En el caso de los inversionistas no bancarios, un 33% de las transacciones estudiadas fueron adicionales y 10% parcialmente adicionales; por consiguiente, más de la mitad involucró desplazamiento de IED, la que en ausencia de la conversión, se había realizado en dinero fresco.

Es importante destacar que las conversiones por sí mismas reducen la deuda, pero no proveen financiamiento en la cuenta de capital. La literatura que se refiere a los agentes que realizan conversiones tiende equivocadamente a relacionar el volumen de ésta con una afluencia adicional de capital y con un aumento de la inversión interna (ver algunos fragmentos en Banco Central, 1988).

Si hay una conversión deuda-capital con una firma local ya existente, no se produce ningún efecto directo en la inversión interna global. Sólo se trata de un traspaso de propiedad productiva. Si el financiamiento interno obtenido con la conversión se utiliza directamente para crear nueva capacidad productiva, *ceteris paribus* se produce un aumento de la formación de capital. Sin embargo, de hecho, esto no es financiado por una afluencia neta de capital, sino por el mercado de capitales local, como, por ejemplo, con los fondos recibidos por el inversionista que vende, en el mercado secundario interno, los pagarés en pesos extendidos por el Banco Central. La venta de esos papeles en el mercado secundario local tiende a presionar las tasas de interés al alza y a desplazar a inversionistas nacionales. Cabe reiterar que las conversiones no proveen financiamiento externo de manera directa y en mu-

chos casos se limitaron a comprar activos existentes. Sin embargo, sí pueden mejorar las expectativas del mercado.

#### **d) Otros efectos**

Los efectos directos en la balanza de pagos son de suma importancia en una crisis de deuda externa, pero existen también otros efectos interesantes. Algunos de ellos se reseñan a continuación.

Uno de los más significativos es la relación entre la IED y el desarrollo productivo, y la capacidad para sustentar una política económica nacional. ¿Puede la IED ser reconciliada con el desarrollo nacional y una política nacional elaborada por el propio país? Desde luego que puede ser reconciliada; más aún, puede ser un complemento significativo. La IED puede aportar financiamiento, tecnología y mejor acceso al mercado para las exportaciones.

Este último argumento es, sin duda, más valioso si, en lugar de involucrar la desnacionalización de empresas existentes, la IED contribuye principalmente a aumentar la capacidad productiva junto con una inversión vigorosa por parte de las firmas locales.

¿Qué ha pasado con la inversión interna *pari passu* con la capitalización de deuda? El coeficiente de inversión bruta en capital fijo (FBCF) registrado en 1987-89 era compatible con un crecimiento de la capacidad productiva de 4% (capítulo I; y Marfán, 1992, cuadro 5). Consideraremos dos interpretaciones alternativas del aumento de la tasa de inversión, de un 14,8% en 1985 a un 17,4% del PIB en 1987-89 (todas cifras en precios de 1977).

Una interpretación extremadamente conservadora supone que el coeficiente de formación de capital en 1985 reflejaba un valor de tendencia estable<sup>13</sup>. Luego, el alza posterior sería un efecto asociado a las conversiones de deuda y al ajuste estructural que se

---

<sup>13</sup> En Agosin (1998) y Solimano (1990) se examina empíricamente el comportamiento de la FBCF en Chile. En ambos, el ambiente macroeconómico y la correcta alineación de precios, como el tipo de cambio y las tasas de interés, son determinantes del desempeño de la inversión.



producía en ese período. Es evidente que el supuesto de que un coeficiente de inversión bruta de 14,8% era un valor estable resulta indefendible. Esta tasa sólo era capaz de sustentar un crecimiento de la capacidad productiva del orden de 2,5% anual.

Es fácil deducir de los antecedentes expuestos junto con la información de que la IED vía DL 600 también aumentó, que el coeficiente de FBCF de inversionistas locales (neto de activos traspasados a extranjeros) disminuyó entre 1985 y 1987-89. Esto refleja un traspaso masivo de empresas existentes a conversionistas extranjeros, sin la suficiente creación de nueva capacidad por parte de los productores nacionales. En todo caso, está claro que, no obstante una cantidad considerable de conversiones y de recuperación de la IED, la inversión global siguió en un nivel reducido, estando significativamente por debajo de los años sesenta.

Resulta bastante ilustrativo constatar que un alto porcentaje de las operaciones iniciales fueron meros traspasos de actividades existentes. En varios casos, también, la conversión deuda-capital involucró a firmas que producen bienes y servicios no comerciables internacionalmente (Errázuriz, 1987). Con el tiempo, esa tendencia se modificó abarcando, en forma creciente, la expansión de la producción de exportables. Según antecedentes del Banco Central a julio de 1990, poco menos de la mitad del monto operado correspondió a proyectos nuevos o ampliaciones.

La implicación del traspaso de activos de productores de bienes no transables es que no existe aporte por parte del inversionista extranjero en cuanto a un mejor acceso a mercados de exportación, y que las futuras remesas de utilidades no se ven contrapesadas por un aumento en la oferta de divisas. Desde luego, lo mismo sucedería si las operaciones de conversión se efectuaran con los actuales productores de bienes exportables y posteriormente las exportaciones no aumentarían significativamente.

A inicios de 1990, el Banco Central anunció políticas que involucraron mayor selectividad del Capítulo XIX. Fueron excluidos del acceso al Capítulo XIX las inversiones en inmuebles, seguros, AFP, fondos de inversión, agencias de valores y, en general,

servicios financieros; se dio prioridad a la creación o ampliación de empresas especializadas en la producción de rubros transables internacionalmente (Garcés, 1990). Con la reaparición de la oferta de capitales privados desde principios de los noventa, los precios de los pagarés se elevaron rápidamente, en especial los de Chile, gracias a la calidad de la transición a la democracia y de la política macroeconómica, situándose por sobre 90% en 1992<sup>14</sup>. Así, murió naturalmente el mecanismo oficial de conversión de deuda entre 1990 y 1991.

### 3. ALGUNAS CONCLUSIONES PARA LAS NACIONES DEUDORAS

A menudo se afirmaba que al reducir la exposición de los acreedores, con conversiones deuda-capital, se contribuía a la reanudación del crédito voluntario. En primer lugar, debe aclararse a qué se refiere la afirmación. No hubo refinanciamiento "voluntario" de la deuda antigua.<sup>15</sup> Sí, en cambio, varios PALs tuvieron a fines de los ochenta algún acceso a financiamiento voluntario para proyectos rentables de inversión, como lo tuvo Chile de manera creciente. ¿En qué medida esto dependió del Capítulo XIX o fue función de las oportunidades de inversión, de la política macroeconómica y de la estrategia exportadora en el país deudor? Lo probable es que los tres últimos sean los determinantes. No puede ignorarse, por otra parte, el papel decisivo desempeñado por el alto precio del cobre. En el bienio 1988-89 éste involucró un aporte extraordinario a la cuenta corriente de la balanza de pagos del orden del 8% del PIB de 1989.

---

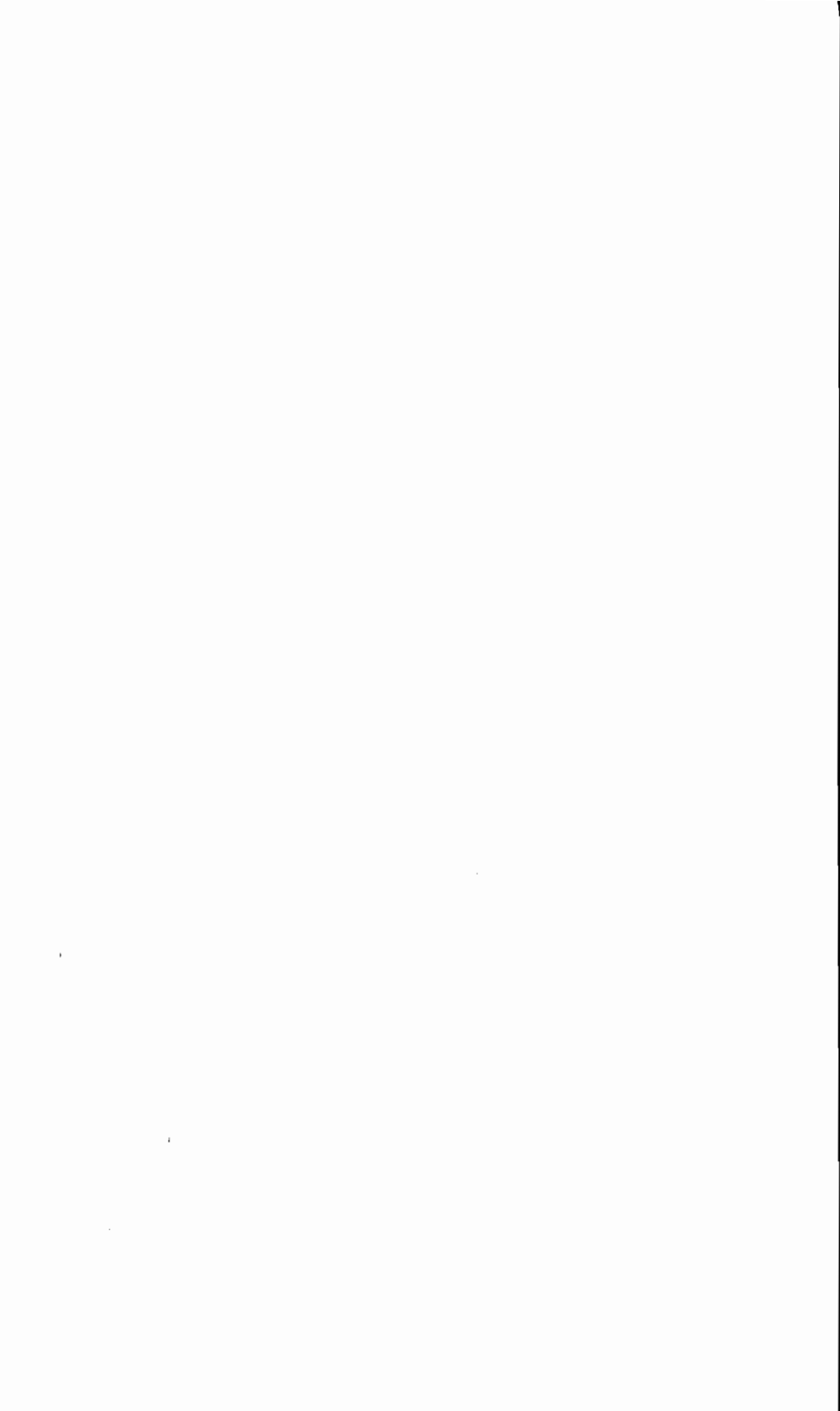
14 En 1990 se reconvirtieron US\$ 1.096 millones, de los cuales US\$ 418 millones correspondieron al Capítulo XIX, con un precio promedio de 67% y una redenominación de 81%. Así, la renta económica captada por los intermediarios se redujo desde 23 puntos en 1989 a 14 puntos en 1990.

15 Debido al «efecto rebaño» entre los banqueros, los países cuya exposición había disminuido más fuertemente siguieron siendo negativamente afectados por la alta exposición de los deudores restantes (Devlin, 1989). Este «efecto rebaño» resultó perjudicial incluso para Colombia, en donde el crédito externo en la década de los setenta fue utilizado moderada y eficientemente (Bacha y Díaz-Alejandro, 1983; Dornbusch, 1988a, p. 67).

Segundo, la conversión fue incentivada por los descuentos existentes en el mercado secundario de la deuda. No obstante, el mismo descuento desincentivó la reanudación de los créditos voluntarios, que una vez concedidos el mercado valorizaría por debajo de la paridad. Un mayor volumen de conversiones a partir de 1985 se produjo *pari passu* con una caída en el precio de los pagarés. El precio promedio para países en desarrollo disminuyó desde 62% en 1986 a 34% en 1989, incluido el de Chile que decreció de 66% a 60% (véase el cuadro VII.1). Todavía en 1989, la percepción de que el problema de la deuda no estaba siendo solucionado era más poderosa que la presión de la demanda ejercida por las conversiones que se realizaron con títulos de numerosos países deudores.

Los efectos positivos de la conversión deuda-capital están concentrados principalmente en el ahorro actual del pago de intereses, en un período de gran escasez de financiamiento externo, también contribuyó a un mayor conocimiento de la economía nacional por parte de los inversionistas extranjeros, y como una variable de negociación con los acreedores. Simultáneamente, están las diversas desventajas y riesgos descritos en otras partes de este capítulo. Esto implica que hay conversiones positivas y negativas: en el texto se ha destacado que la variedad estuvo presente en la reciente experiencia de Chile.

Las conversiones deuda-capital pueden desempeñar un rol positivo en el desarrollo nacional siempre y cuando adhieran a reglas, tales como las siguientes: i) el descuento fuese retenido principalmente por el país, ya sea por intermedio de negociación o subasta. Esto involucra pagar por los pagarés un precio similar a la cotización del mercado internacional, como sucedió en casos de prepago de deuda por el Banco Central, y no una cifra sustancialmente mayor, como sucedió en el Capítulo XIX. No se justifica que el inversionista extranjero con pagarés reciba un tipo de cambio tan preferencial, en contraste con el trato a los restantes inversionistas nacionales o extranjeros. ii) Las transacciones se centren en aumentar la capacidad productiva, principalmente en bienes exportables, de manera de aliviar la restricción externa.



## **CUARTA PARTE**

### **LOS DESAFÍOS DE LA DEMOCRACIA**



## CAPÍTULO VIII

### DINAMISMO EXPORTADOR Y CRECIMIENTO DESDE LOS OCHENTA\*

El desarrollo del sector exportador ha constituido un objetivo central de las reformas económicas desde 1973. Un crecimiento promedio de 9,6% en los últimos treinta años sitúa al desempeño exportador como un logro cuantitativo sobresaliente.

Es importante distinguir diferentes etapas en estos tres decenios. La temprana liberalización comercial, llevada a cabo en los setenta, el acelerado ritmo de crecimiento de las exportaciones hasta 1980 y la recuperación del PIB que anotara la economía chilena tras la crisis de 1975, parecerían reflejar una exitosa reforma comercial. Sin embargo, la *primera reforma comercial*<sup>1</sup> se caracterizó por un sesgo pro importaciones más poderoso que el de las exportaciones. Este desequilibrio fue reforzado por la apreciación cambiaria que tuvo lugar en el segundo lustro de los setenta. Así, la secuencia e intensidad impresa a los cambios terminaron generando un enorme déficit externo y un escenario desfavorable para las exportaciones a inicios de los ochenta (véase el cap. III). Hacia 1981 el quantum y el valor de la mayor parte de las exportaciones estaban decreciendo.

Superada la crisis de la deuda de 1982 se registró un segundo despegue exportador al configurarse un nuevo contexto, ca-

---

\* Agradezco la valiosa colaboración de Heriberto Tapia en la preparación de este capítulo.

1 La *primera reforma comercial* fue aquella desarrollada desde fines de 1973, la que se detalla en el capítulo III.

racterizado por un tipo de cambio real significativamente depreciado durante los ochenta y políticas públicas más activas, incluida una nueva y más pragmática reforma comercial, que reintrodujo cierto grado de protección a los bienes importables e incentivos a las exportaciones no tradicionales. Luego, en los noventa, el dinamismo exportador se vio estimulado por una política más integral que buscó conjugar los principios de una economía abierta y procesos de integración selectiva con algunas áreas comerciales estratégicas, particularmente en América Latina. Todo esto se desarrolló en un nuevo ambiente, caracterizado por una elevada inversión interna y una creciente productividad hasta 1998.<sup>2</sup>

El continuado auge exportador en los noventa, con una expansión anual de 10%, fue acompañado por un vigoroso incremento de la producción del resto de la economía. Así, el conjunto de la economía, el PIB, logró el crecimiento sostenido de 7% anual en 1990-98. Con la llegada del contagio de la crisis asiática se rebeló con toda intensidad una de las debilidades de las exportaciones chilenas que es su vulnerabilidad frente a la inestabilidad de la demanda externa. El crecimiento de su volumen se redujo a la mitad en 1999-2002 y el del producto cayó a menos de un tercio (2,1%).

Este capítulo revisa los principales rasgos del modelo exportador chileno en las últimas décadas. Para ello se analiza el papel de las políticas comerciales y cambiarias presentes tanto en la década de los ochenta –marcada por los efectos de la crisis de la deuda (sección 1)– como en la década de los noventa –donde debió afrontarse la oleada de capitales externos y luego la crisis asiática (sección 2). Luego se evalúa el desempeño del sector exportador en términos de su dinamismo, la composición de su canasta y la diversificación de mercados externos (sección 3) y se discute el nexo entre exportaciones, recuperación y creci-

---

2 Varios estudios interesantes recogen el desempeño de las exportaciones en Chile (véanse, por ejemplo, Agosin, 2001; Meller y Sáez, 1995; Meller, 1996; Sachs, Larraín y Warner, 1999).



miento económico (sección 4). Finalmente se presentan algunas conclusiones (sección 5).

## 1. POLÍTICA COMERCIAL EN LOS OCHENTA:

### UNA DESVIACIÓN DE LA ORTODOXIA NEOLIBERAL

En respuesta a la profunda recesión de 1982, Chile se vio obligado a ajustar sus políticas para enfrentar la severa restricción externa y estimular la recuperación interna. Así, hubo un cambio desde el modelo ortodoxo implementado en los años setenta hacia un enfoque más pragmático, que incluyó la reversión parcial de algunas de las primeras reformas (véase el cap. VI; y Moguillansky, 1999). En este nuevo contexto, la prioridad era generar un superávit comercial para servir la deuda externa. La estrategia empleada implicó tanto la reducción de las importaciones como la promoción de las exportaciones, lo que fue realizado a través de tres vías: un aumento del arancel uniforme, el uso de una batería de instrumentos para estimular las exportaciones – donde resaltó un novedoso sistema de reintegro simplificado para las exportaciones no tradicionales– y una política cambiaria activa que apuntó a fortalecer la competitividad externa de la economía chilena y la capacidad de generar de divisas.

#### *a) Promoción de exportaciones y la segunda reforma comercial*

La liberalización comercial chilena es la más antigua y de aplicación más persistente en América Latina. En 1973, antes de la iniciación de las reformas, el comercio exterior chileno estaba altamente intervenido<sup>3</sup>. A fines de 1973 se inició una audaz reforma de la política comercial que comprendió la eliminación de todas las restricciones no arancelarias, un abrupto proceso de reducción de los aranceles, y la unificación del tipo de cambio.

---

3 Ésta era la situación en 1973. Sin embargo, en la segunda mitad de los años sesenta se había llevado a cabo una reforma que incluyó la racionalización gradual del régimen de importaciones, el mejoramiento de los mecanismos de promoción de exportaciones y la implementación sistemática de una política de mini ajustes del tipo de cambio (Ffrench-Davis, 1973).

En junio de 1979 se llegó a un arancel parejo y bajo de 10% (véase el cap. III).

En la primera liberalización comercial, las fuertes rebajas arancelarias y el desmantelamiento de los controles cuantitativos habían tenido un impacto significativo sobre el dinamismo exportador (Agosin, 2001). El punto de partida fue un contexto donde la gran mayoría de los precios internos de los bienes importables de consumo e intermedios estaban desvinculados de los precios internacionales; por lo tanto, el espacio existente para reducir costos mediante la sustitución de insumos nacionales por importados y aumentar la productividad era enorme. Además, a fines de 1973 había una significativa subutilización de la capacidad instalada en el sector exportador, debido a las marcadas distorsiones que prevalecían entonces en la economía chilena. Esta es la principal variable detrás del crecimiento espectacular de las exportaciones en 1974, junto con su diversificación. Sin embargo, dado el marco recesivo en que se efectuó la reforma, lo abrupto de ella y el desempeño del tipo de cambio (apreciación) y de las tasas de interés reales (notablemente altas), el dinamismo del sector exportador se transmitió muy débilmente al resto de la economía; la inversión fija estuvo muy por debajo de sus niveles históricos y la economía exhibió una abrupta desindustrialización (véase el cap. II).

Para enfrentar la crisis interna y de balanza de pagos que sobrevino en 1982 como consecuencia de la combinación de errores en el manejo económico y del triple *shock* externo (véase el cap. VI), que hizo descender la demanda agregada 30% y el PIB 14% entre 1981 y 1983, se procedió a varias devaluaciones discretas a partir de mediados de 1982 y, luego, a la reinstauración de un tipo de cambio reptante. Al mismo tiempo, el arancel uniforme fue elevado en etapas sucesivas hasta 35% en septiembre de 1984 (con promedios anuales de 24% y 26% en 1984 y 1985, respectivamente). A medida que la aguda escasez de divisas fue menguando, hubo sucesivas rebajas del arancel, a 30% en marzo de 1985, a 20% en junio del mismo año, a 15% en 1988 y a 11% en 1991.

Después de la crisis de 1982, la política comercial se flexibilizó en varios sentidos. El gobierno empezó a hacer uso activo de medidas *antidumping* para proteger a la economía de prácticas comerciales desleales. Para esto se recurrió a elevar el arancel total (el uniforme más sobretasas compensatorias) hasta un máximo de 35% (nivel consolidado por Chile en el GATT en 1979) para aquellas importaciones en las que se podía comprobar *dumping*. Además, se adoptó un sistema de bandas de precios (consistentes con la tendencia de mediano plazo de los precios internacionales) para tres productos agrícolas principales (trigo, azúcar y oleaginosas), lo que tuvo efectos significativos en favor de la recuperación de la agricultura. Evidentemente, también constituyó una desviación del arancel parejo. En lo que se refiere a las exportaciones, los sistemas de *drawback* fueron perfeccionados y se adoptó un sistema de reintegros simplificados para exportaciones menores, las cuales obtuvieron un reembolso de hasta un 10% de su valor cuando el conjunto de los exportadores de la respectiva partida arancelaria no sobrepasase un cierto monto máximo anual (véase Macario, 2000). La mayoría de las exportaciones no tradicionales percibió este incentivo.<sup>4</sup> El recuadro VIII.1 resume los principales mecanismos de promoción de las exportaciones.

Uno de las iniciativas más destacadas de apoyo al sector exportador fue desarrollado por la Fundación Chile, una institución semi-pública. Los proyectos iniciales de la Fundación estaban orientados principalmente a dar asistencia técnica a ciertos sectores. Sin embargo, fueron pocos los proyectos que llegaron más allá de la etapa exploratoria. En vista de esos problemas, la Fundación se decidió a ganar experiencia iniciando proyectos empresariales ella misma. La idea era determinar qué actividades podrían beneficiarse de nuevas tecnologías, para luego

---

4 En 1996, según antecedentes del Banco Central, 16% de las exportaciones se beneficiaron de este incentivo y el reintegro fue en promedio de 8,7% del valor de éstas. Por disposición de la OMC, Chile inició el desmantelamiento de este eficaz incentivo. En 2003 tiene un tope de 3% y cubre sólo a exportaciones con más de 50% de insumos importados.

adquirirlas y adaptarlas. Una vez asimilada una tecnología, la Fundación se haría cargo de la producción comercial y su comercialización a través de una subsidiaria. Cuando esta última fuese rentable sería vendida, completándose entonces el proceso de transferencia de tecnología.

#### Recuadro VIII.1

##### Incentivos tributarios a las exportaciones a fines de los años ochenta

- Exención del impuesto al valor agregado (IVA) por exportaciones y recuperación de los impuestos pagados por insumos incorporados a la exportación. Este instrumento está diseñado para evitar la doble tributación de los productos finales (Decreto Ley No. 825, que rige desde 1974).
- Devolución simplificada de impuestos a las exportaciones menores (productos no tradicionales) mediante un reintegro de 10 o de 5 por ciento del valor fob exportado (Ley No. 18.480, rige desde 1985).
- Suspensión del pago del arancel y del IVA por insumos importados para ser utilizados en la producción de bienes para la exportación dentro de un recinto declarado para el efecto (Decreto de Hacienda No. 224, rige desde 1986).
- Pago diferido de derechos de aduana por la importación de bienes de capital. Este instrumento es de aplicación general y no exclusivo para los exportadores (Ley No. 18.634, rige desde 1987).
- Recuperación de gravámenes aduaneros pagados por insumos importados incorporados a productos exportados (Ley No. 18.700, rige desde 1988).

Fuente: Ffrench-Davis, Leiva y Madrid (1991).

Un ejemplo muy exitoso fue el del cultivo de salmones. En 1981 la Fundación decidió llevar a cabo un proyecto piloto sobre el cultivo del salmón en jaulas en agua dulce. La primera producción comercial se registró en 1986-87. En 1988 el pro-

yecto empezó a generar utilidades, y el ciclo de transferencia se completó ese año, cuando la Fundación vendió el proyecto a una compañía japonesa de pescados y mariscos comestibles. El proyecto salmonícola de la Fundación dio un claro estímulo a la producción de salmón en Chile, que llegó a ser una de las mayores exportaciones chilenas y la más importante entre los productos no tradicionales en los noventa (CEPAL, 1998).

En síntesis, desde 1983 se aplicó una “segunda reforma comercial” con una mezcla de restricciones, liberalizaciones e intervenciones luego de 1983. Si bien es cierto que las características básicas de la política comercial, en cuanto a la derogación de barreras no arancelarias y la adopción de un arancel uniforme, no se habían modificado desde 1979, el nivel del arancel había vuelto a ser relativamente elevado en 1984, además de estar acompañado por medidas *antidumping* y por las bandas de precios. De hecho, el arancel promedió 20% en 1984-89, duplicando el promedio registrado en 1979-82. Pero la diferencia fundamental residió en que durante la primera liberalización el tipo de cambio se apreció progresivamente en la segunda mitad de los años setenta y a comienzos de los ochenta. Por el contrario, en la década de los ochenta, la reducción del arancel desde un máximo de 35% en septiembre de 1984 a un 15% en 1988, fue acompañada de una fuerte devaluación real (asociada a la crisis de la deuda), la que dio señales fuertemente positivas a los exportadores, a la vez que impulsó la producción de bienes competitivos con las importaciones. Así, a diferencia de la primera experiencia, también se registró una significativa recuperación de la producción de sustitutos de importación, principalmente entre 1984 y fines de los ochenta.

Al extraer algunas conclusiones de los procesos de apertura comercial en Chile, es indudable que la segunda reforma arroja resultados más positivos que la primera (cap. III; French-Davis, Leiva y Madrid, 1991; CEPAL, 1998, cap. V).

**Cuadro VIII.1**

Arancel promedio y tipo de cambio real, 1973-2002

Años	Arancel promedio <sup>a</sup> (%)	Tipo de cambio real <sup>b</sup> (1986=100)
1973	94,0 <sup>c</sup>	65,1 <sup>c</sup>
1974-79	35,3	73,2
1980-82	10,1	57,6
1983-85	22,7	79,1
1986-89	17,6	106,6
1990-95	12,0	99,5
1996-98	11,0	80,3
1999-2000	9,5	84,1
2001-2002	8,5	96,7

**Fuentes:** Ffrench-Davis, Leiva y Madrid (1991) y Banco Central de Chile.

<sup>a</sup> Promedio simple, excluyendo franquicias y tratamientos preferenciales negociados con países de América Latina y Canadá. <sup>b</sup> Promedio anual. El tipo de cambio nominal fue deflactado por el IPC chileno (debidamente corregido en 1973-78) e inflado por un índice de precios externos (IPE). Este índice se construyó en base al índice de precios al por mayor, ponderado por la participación de Alemania, Argentina, Brasil, Canadá, Corea del Sur, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Perú y Reino Unido en el comercio chileno, desde 1986 en adelante; se obtuvo del Banco Central de Chile. Para los años hasta 1985, la información se obtuvo de Ffrench-Davis, Leiva y Madrid (1991), e incluye Alemania, Estados Unidos, Francia, Japón y Reino Unido.

<sup>c</sup> Diciembre de 1973.

### **b) La trayectoria de la política cambiaria**

La política cambiaria ha variado mucho a través del tiempo. A partir de 1976, se empezaron a utilizar revaluaciones esporádicas del tipo de cambio real para combatir la inflación (véase el cap. IV). Se procedió así por la rebeldía de la inflación, que no cedía como se esperaba, a pesar de una profunda recesión, que además generó un superávit en cuenta corriente en 1976. La revaluación real se intensificó en 1979, cuando se fijó el dólar a 39 pesos, paridad nominal que se mantuvo hasta la crisis de mediados de 1982. Después de la crisis cambiaria, vino un período de experimentación con sucesivos cambios de política durante algunos meses. En 1983 se adoptó nuevamente una tasa reptante, política que se mantuvo por todo el resto del período.

Fundamentalmente, el Banco Central fijaba en el mercado oficial un precio de referencia para el dólar (llamado tipo de cambio acuerdo, TCA), con una banda de flotación pequeña inicialmente, que fue ampliándose cada cierto tiempo. El tipo de cambio «oficial» se devaluaba diariamente, de acuerdo con el diferencial entre la inflación interna y una estimación de la inflación externa. A ello se sumaron, en varias ocasiones, devaluaciones discretas, las que permitieron la notable depreciación real que se registró después de la crisis de 1982 (130% entre 1982 y 1988).

Dado que diversos controles cambiarios se mantuvieron vigentes por muchos años –salvo por unas pocas semanas de libertad cambiaria total en 1982– operó en forma no legal un mercado cambiario paralelo (abiertamente tolerado). Este sería legalizado como mercado cambiario informal (MCI), recién en abril de 1990, en virtud de las disposiciones de la ley de autonomía del Banco Central que se dictó a fines del gobierno de Pinochet.

Durante 1988 tuvieron lugar revaluaciones acompañadas de rebajas tributarias y arancelarias que lograron conciliar una reducción de la inflación con una fuerte reactivación económica. En 1989 se completó la recuperación de la actividad, ascendiendo así hasta la frontera productiva (véase el cap. I). Esto se alcanzó con un acelerado incremento de la demanda agregada, sustentada en las rebajas tributarias y la apreciación cambiaria en 1988 y el ingreso generado por un notable aumento del precio del cobre en 1987-89: la mejora de los términos del intercambio en 1988 con respecto a 1986 equivalió a 6% del PIB (Cuentas Nacionales del Banco Central con ponderaciones de 1986). Un fuerte incremento de las importaciones y del déficit externo (si se recalcula la cuenta corriente usando el precio «normalizado» del Fondo de Compensación del Cobre) y una aceleración abrupta de la inflación en 1989 llevaron al Banco Central a revertir sucesivamente anteriores rebajas de tasas de interés.

A mediados de 1989, se amplió la banda de flotación del dólar a  $\pm 5\%$ . La acción del Banco Central fue acompañada de un cambio de expectativas del mercado cambiario, que llevó a

que éste se situase rápidamente en el tope de la banda. Así se logró, sin mayor traumatismo, una significativa depreciación sin modificar el tipo de cambio «oficial». Durante aproximadamente un año –que incluyó el retorno a un régimen democrático, elecciones presidenciales (diciembre de 1989) y la asunción del presidente Aylwin (marzo de 1990)–, el tipo de cambio observado se mantuvo en el tope de la banda. Ello sucedió no obstante que en enero de 1990 se acentuó un proceso de ajuste para frenar un acelerado aumento de la inflación (que alcanzó un 31% anualizado en los 5 meses precedentes). El ajuste descansó exclusivamente en un alza marcada de las tasas de interés, liderada por pagarés del Banco Central, que los ofreció a la elevada tasa real de 9,7% anual, a un plazo de 10 años.

## 2. POLÍTICAS COMERCIALES A PARTIR DE 1990

El equipo económico que asumió en 1990 mantuvo los principios básicos de la anterior política comercial. La excepción principal la constituyó la suscripción de acuerdos de intercambio recíproco con diversos socios, principalmente de América Latina. La economía siguió abierta al comercio y hubo continuidad en términos de la preservación de un arancel uniforme para el resto del mundo. La tasa de 11% vigente en 1991 se mantuvo invariable hasta 1999, cuando se inició un descenso gradual que la llevó a 6% en 2003. En cambio, las políticas macroeconómicas fueron objeto de sustanciales modificaciones, en una significativa *reforma de las reformas* (véanse caps. I y X). El resultado más destacado fue que el vigoroso crecimiento de las exportaciones fuese logrado en forma paralela a un crecimiento dinámico del PIB hasta 1997.

### a) Hacia una política comercial de “aperturas recíprocas”

Sin lugar a dudas, el rasgo más sobresaliente de la política comercial de Chile en la década de los noventa fue la búsqueda de negociaciones para expandir su acceso a nuevos mercados de exportación. El nuevo escenario político nacional dio cabida a un marcado giro en el enfoque de Chile, pasando desde una aper-



tura unilateral e indiscriminada, a una estrategia que incluía acuerdos preferenciales de libre comercio sujetos a reciprocidad.

Como ya a la sazón la economía chilena mostraba un alto grado de liberalización comercial, se estimó que en un mundo en el que las áreas comerciales y los bloques económicos cobraban creciente importancia los beneficios atribuibles a una mayor apertura unilateral serían pequeños (Ffrench-Davis, 1999, cap. VIII.1). El avance de América Latina hacia la integración económica era visualizado como una forma de *regionalismo abierto*.

Merced a una política deliberada se suscribieron acuerdos de complementación económica con países de la Comunidad Andina, vale decir Bolivia (1993), Venezuela (1993), Colombia (1994), Ecuador (1995) y Perú (1998). Con el MERCOSUR (Mercado Común del Sur) –el principal mercado de América Latina, que incluye a Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay– se firmó un acuerdo de asociación en 1996.

Una profunda integración se alcanzó con México (1991 y 1999) y Canadá (1997), en virtud de acuerdos de libre comercio de amplio alcance. Por ejemplo, el acuerdo con Canadá contempla una cláusula especial para permitir el uso, por parte de Chile, de controles sobre los flujos de capital. Asimismo, en febrero del 2002, entró en vigencia el tratado de libre comercio con Centro América (Costa Rica, El Salvador, Honduras, Guatemala, Nicaragua).

La intensificación de los vínculos con otras regiones constituyó otro de los ingredientes de la política chilena. Así, fruto de los contactos iniciados y desarrollados en los noventa, el año 2002 se anunció la firma de tratados de libre comercio con la Unión Europea (que comenzó a regir en febrero del 2003), Estados Unidos (cuyo inicio se espera para el año 2004) y Corea del Sur. Por otro lado, en marzo del 2003 se suscribió un tratado de libre comercio con la Asociación Europea de Libre Comercio<sup>5</sup>.

---

5 La sigla en inglés de este bloque es EFTA (European Free Trade Association), y está integrado por Islandia, Liechtenstein, Noruega y Suiza.

Estos tratados son relevantes para Chile pues se trata de los mayores mercados del planeta, relativamente cerrados para los países emergentes debido a sus prácticas proteccionistas. Tanto la Unión Europea como Estados Unidos utilizan un escalonamiento arancelario –que incrementa los gravámenes en la medida en que aumenta el valor agregado de los bienes– lo que desincentiva la expansión de exportaciones de bienes con alta elaboración en esos mercados. Es por ello que, a pesar de su gran tamaño, ambos bloques concentran en conjunto sólo un tercio de las exportaciones de productos manufacturados de Chile (véase el cuadro VIII.3).

En los tratados de libre comercio con la Unión Europea y Estados Unidos se comienza con la eliminación inmediata de las barreras arancelarias para un número importante de productos. En efecto, el porcentaje de las exportaciones con arancel cero sube desde 74% en el caso de la Unión Europea, y 70% en el caso de Estados Unidos, antes de los acuerdos, a alrededor de un 85% a partir del inicio de cada tratado<sup>6</sup>. Para el resto de los productos se contempla una rebaja gradual de los aranceles y, en ciertos casos, cuotas para ventas liberadas de arancel. En el caso de la Unión Europea el plazo máximo de desgravación es de 10 años, mientras en el caso de Estados Unidos ese plazo es de 12 años.

La intensificación de la liberalización vía acuerdos comerciales ha significado que el arancel efectivamente pagado por los importadores sea notoriamente inferior al arancel uniforme de 6% vigente en 2003. A mediados de 2003, según estimaciones de la Cámara de Comercio de Santiago, el arancel efectivamente pagado promediaba 2,7%, fluctuando entre 1% para importaciones desde MERCOSUR y la Unión Europea y 5 a 6% desde Corea y Estados Unidos. Naturalmente, la reducción del arancel ha desalentado la producción de transables importados, pero ha reducido los costos de los insumos y equipos importados para la producción de exportables.

6 Los porcentajes son básicamente los mismos para ambos tratados, basados en la canasta exportadora de 1998-2000, en el caso de la Unión Europea y en la canasta exportadora del año 2001, en el caso de Estados Unidos.

Con los acuerdos comerciales se abren nuevas oportunidades para las exportaciones chilenas, en especial para rubros no tradicionales con mayor valor agregado. Sin embargo, también afloran costos (como la pérdida de ingresos aduaneros) y peligros. Uno de los puntos conflictivos de las negociaciones con Estados Unidos fue el referido a la facultad de Chile para aplicar controles de capitales. Finalmente, Chile consiguió preservar su derecho a imponer controles a capitales financieros de corto plazo, pero sólo durante un año. De esta manera, quedaron restringidos los grados de libertad de Chile para manejar, en forma expedita y transparente, su integración financiera al resto del mundo y, en consecuencia, su estabilidad macroeconómica.

En el ámbito nacional, las políticas comerciales debieron encarar durante los noventa un contexto por completo distinto al de la década precedente. Las rondas de negociaciones del GATT y las normas definidas con posterioridad por la Organización Mundial de Comercio restringieron la utilización de subsidios a las exportaciones en los países en desarrollo. Por lo tanto, el uso de esquemas simplificados de devolución de impuestos y los pagos diferidos de aranceles aduaneros sobre las importaciones de bienes de capital —instrumentos de gran efectividad y eficiencia en los ochenta y a comienzos de los noventa— quedó sujeto a fuertes restricciones para el actual decenio.

Así, durante los noventa las autoridades centraron sus esfuerzos en materia de fomento de las exportaciones en la utilización de instrumentos que apuntaban a corregir más directamente algunas distorsiones del mercado. El principal programa, administrado por el ente nacional encargado del fomento las exportaciones, PROCHILE, suministra información a los potenciales exportadores y apoyo en actividades de promoción de productos nacionales en nuevos mercados. Tales políticas resultaron exitosas en términos de facilitar el acceso al mercado a las empresas participantes (Álvarez y Crespi, 2000). La expansión del quantum siguió siendo vigorosa —del orden de 10% anual—, similar a la del régimen de Pinochet. Sin embargo, el aumento como proporción del PIB fue menor debido a que en los noven-

ta el dinamismo exportador estuvo asociado a un gran auge del resto de la economía chilena, como se expone en la sección 4 (y cuadro VIII.4).

### **b) La política cambiaria y la nueva oleada de capitales**

Durante la mayor parte de los noventa se mantuvo el esquema de banda cambiaria reptante, pero con intervenciones notablemente más activas. En consonancia con la experiencia de otros países latinoamericanos y emergentes, las autoridades chilenas debieron lidiar con el agudo resurgimiento de flujos de capital privado, que condicionaron decisivamente la política cambiaria en el sentido opuesto a las presiones depreciadoras de los ochenta. Debido a la magnitud de esta afluencia, durante la primera mitad del decenio el tipo de cambio real de Chile tendió a apreciarse (véase el cap. X). Sin embargo, la apreciación fue notablemente menor que en el promedio de la región: medidas en forma comparable, en 1994, antes de las crisis de México, el TCR de Chile se había apreciado sólo 3,6% respecto del promedio de 1987-90, en tanto que en América Latina lo había hecho en 24%<sup>7</sup>. Además, debido a que Chile estaba saliendo de la severa crisis de la deuda de los ochenta, existía espacio para una apreciación, en un movimiento hacia el equilibrio en vez de uno desequilibrador.

Según lo atestigua la moderada significación del déficit en la cuenta corriente (2,5% de GDP en 1990-95), la apreciación resultó efectivamente equilibradora (consistente con los incrementos netos en productividad y la mejoría en las condiciones de la deuda externa). Este logro obedeció a una serie de medidas. Se introdujeron significativos ajustes a la política cambiaria a objeto de resistir la tendencia a la apreciación; entre ellos, el tipo de cambio, que estaba ligado sólo al dólar estadounidense, pasó a depender de la trayectoria de una canasta de monedas, a fin de desalentar los flujos de capital especulativos, que operaban

---

7 Adicionalmente, la reducción de las restricciones a las importaciones, en los noventa, fue varias veces superior a la de Chile.

predominantemente en dólares, y el Banco Central se involucró activamente en el mercado cambiario, incluyendo la intervención intramarginal (dentro de la banda). Adicionalmente, se instauraron impuestos y requisitos de encaje a los créditos externos y depósitos en moneda extranjera, con el propósito de morigerar la oferta de divisas ante la oleada de capital externo y de aminorar la significación de los flujos de corto plazo. Un objetivo explícito de este esfuerzo por evitar una excesiva apreciación cambiaria real y su inestabilidad fue cautelar el modelo exportador (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995; Zahler, 1998).

Sin embargo, las políticas macroeconómicas prudentiales se debilitaron en la segunda mitad de la década, cuando el Banco Central no reaccionó con fuerza y en forma oportuna ante una nueva oleada de capital hacia Chile. En consecuencia, la masividad de los flujos externos condujo a una apreciación real de 16% entre 1995 y octubre de 1997 (véase cap. X).

La crisis asiática desencadenó una nueva fuga de capitales y las consiguientes presiones devaluatorias. El Banco Central las resistió mediante el expediente de estrechar la banda y elevar las tasas de interés, hasta que en septiembre de 1999 decidió dejar que el tipo de cambio flotara libremente. Este cambio de régimen facilitó la corrección del hasta ese momento excesivamente sobrevaluado tipo de cambio real, pero introdujo desde entonces una mayor volatilidad.<sup>8</sup>

### 3. DESEMPEÑO EXPORTADOR

#### a) Dinamismo

A partir de los setenta se distinguen dos ciclos de crecimiento de las exportaciones en Chile, los cuales, según queda de manifiesto en el cuadro VIII.2, representan un nítido despegue res-

---

8 Caballero y Corbo (1989) demuestran empíricamente que la volatilidad del tipo de cambio real provoca efectos fuertemente negativos sobre el desempeño de las exportaciones.

pecto de las tendencias históricas. El primero abarcó desde 1974 hasta fines de aquella década. En los siete años transcurridos entre 1974 y 1980, el ritmo anual de crecimiento del volumen de las exportaciones alcanzó en promedio a 11%, pero en el caso de las exportaciones no cobre trepó a 20%.<sup>9</sup> Según se examinó en el capítulo III, a comienzos de la década de los ochenta se observó un estancamiento de las exportaciones totales y las manufactureras, debido a la sustancial apreciación del tipo de cambio real y al enfriamiento de la economía mundial. Así, en 1981 el volumen exportado disminuyó 3,3%, arrastrado por una caída de 7% en las exportaciones no cobre (Sáez, 1991).

**Cuadro VIII.2**

Crecimiento del quantum de exportaciones, 1961-2002

	1961-70	1971-73	1974-85	1986-89	1990-95	1996-2000	2001-2002
Cobre	3,9	-2,3	5,0	3,3	6,5	14,7	0,6
No Cobre	7,8	-8,5	15,8	13,1	11,2	8,7	9,0
Principales				9,0	7,7	3,5	7,4
Resto				21,7	15,2	12,8	10,1
Total exportaciones	4,9	-4,5	9,3	8,8	9,2	11,0	5,6

Fuente: Sáez (1991) para 1960-85 y Banco Central de Chile para 1985-2002. Exportaciones de bienes *FOB*. Las exportaciones "principales" corresponden a las tradicionales mientras el "resto" representa una aproximación a las no tradicionales.

El segundo ciclo de acelerado crecimiento de las exportaciones se inició después de 1982, cuando el tipo de cambio real experimentó una intensa devaluación. El cuadro VIII.2 muestra que, en la segunda mitad de la década, el pausado aumento del volumen de exportaciones cupríferas fue compensado por el espectacular crecimiento de las restantes. El quantum de las ex-

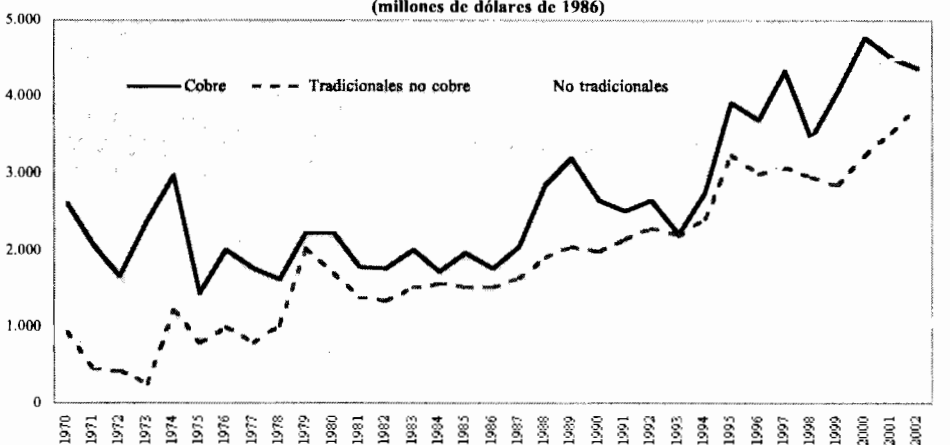
<sup>9</sup> Es interesante destacar que el crecimiento del volumen de las exportaciones fue espectacularmente elevado en 1974 (38%), reflejando una fuerte subutilización de la capacidad exportadora en el año anterior (Sáez, 1991).

portaciones tradicionales distintas al cobre se expandió 9% al año en el cuatrienio 1986-89, pero el grupo que exhibió mayor empuje fue el de las no tradicionales, con un incremento anual de los embarques de 22% en ese lapso.

El volumen de las exportaciones siguió ampliándose vigorosamente en los noventa, a un promedio anual de 9% (1990-2000). Esta trayectoria se explica en lo fundamental por el desempeño de las no tradicionales, que registran un incremento anual que promedió 12,5%, en tanto que los embarques de cobre y de productos tradicionales aumentaron 9,7 y 5%, respectivamente. El valor de las exportaciones de materias primas permaneció sin mayores variaciones en el primer lustro de los noventa, debido al deterioro de la cotización del cobre. En 1994-95 los precios de las principales exportaciones repuntaron fuertemente, lo que coadyuvó al vigoroso incremento que ellas registraron en aquel bienio. La bonanza se vio interrumpida por la crisis asiática, que golpeó a las economías latinoamericanas en 1998-99. Ello provocó un choque negativo en los términos del intercambio, que redujo sustancialmente el valor de las exportaciones, en especial en los rubros tradicionales. Por otro lado, el valor de las exportaciones no tradicionales exhibió mayor fortaleza durante la crisis, contribuyendo a la recuperación de la economía en el año 2000. El empuje demostrado por esta categoría, a partir de su despegue en 1984, explica por qué a fines de los noventa la significación de este conjunto de productos logró igualar la del cobre dentro del valor total de las exportaciones chilenas (gráfico VIII.1).

Desde el año 2000, las exportaciones han mostrado cierta desaceleración, especialmente en el año 2002 cuando sólo se expandieron 1,3%, debido a una demanda mundial deprimida – un fenómeno especialmente intenso en la región latinoamericana, que disminuyó en 16% su PIB en dólares entre 2000 y 2002– y al deterioro de los términos del intercambio enfrentado desde la crisis asiática, los que en el caso chileno sufrieron la mayor caída de América Latina desde su *peak* en 1995. Ello, más la volatilidad cambiaria parecen haber pesado más que el aumento

Gráfico VIII.1  
Chile: exportaciones de bienes, 1970-2002  
(millones de dólares de 1986)



Fuente: Cálculos del autor basados en cifras en dólares de BADECEL. Valores provisionales para 2002. Las cifras, en dólares corrientes, se deflactaron por el IPE.

significativo del tipo de cambio real del bienio 2001-02 (véase el cuadro VIII.1)<sup>10</sup>. No obstante, también es posible pensar en factores estructurales detrás de la disminución del dinamismo exportador.

Por una parte, pese al alto crecimiento del volumen físico de las exportaciones no tradicionales a partir de los ochenta, este dinamismo ha registrado una gradual desaceleración: el crecimiento anual fue en promedio de 21,7% en 1986-89, 15,2% en 1990-95, 12,8% en 1996-2000 y 10,1 en 2001-02 (cuadro VIII.2). Por lo tanto, su quantum ha tendido a converger con el crecimiento promedio del total de las exportaciones.

Por otro lado, el pausado incremento de las exportaciones tradicionales no cobre durante 1995-2000 fue contrapesado por

10 Si bien durante 2002 el TCR de Chile se mantuvo relativamente depreciado en términos generales (cuadro VIII.1), con respecto a América Latina experimentó una apreciación de 28% en ese año, impulsada fundamentalmente por la maxidevaluación argentina. Chile perdió sólo hacia el MERCOSUR exportaciones por 680 millones de dólares en el 2002 (aproximadamente 1% del PIB), frente al ya deprimido monto del 2001.



el dinamismo de las exportaciones cupríferas, cuyo volumen físico aumentó a un ritmo anual de 14,7%. Sin embargo, según lo documentan Moguillansky (1999) y Sachs, Larraín y Warner (1999), esas tasas de crecimiento tan impresionantes no son sustentables, debido tanto a la dificultad de sostener los niveles recientes –tan altos– de inversión sectorial, como al hecho de que hay mercados externos que se han tornado limitados para Chile: en efecto, Chile ha pasado a ser un exportador “grande” en varios rubros. En tal sentido, un crecimiento demasiado alto de la producción y exportación de cobre, cuya demanda mundial crece lentamente (alrededor de 3% anual), puede afectar negativamente su precio, dañando la rentabilidad de la actividad.

La apreciación cambiaria real que se produjo en la segunda mitad de los noventa y su impacto sobre la competitividad del sector exportador surge como la causa principal del debilitamiento del empuje de las ventas no tradicionales (Díaz y Ramos, 1998). Esta hipótesis aparece sustentada por las estimaciones econométricas de Moguillansky y Titelman (1993) acerca de la elasticidad precio de la oferta exportadora chilena respecto de distintos sectores productivos. Dichos autores concluyen que las variaciones en el tipo de cambio real provocan efectos diferenciados, según el tipo de bien exportado, y que una sistemática depreciación (apreciación) real tiende a generar un impacto positivo (negativo) sobre el volumen y la diversificación hacia un mayor valor agregado. Así, es probable que un tipo de cambio depreciado y estable se constituya en un atractivo para la inversión en bienes transables, la diversificación de exportaciones y el fortalecimiento de su arrastre sobre el resto de la economía nacional.

Otro factor estructural se asocia al hecho que el patrón de crecimiento del comercio durante los noventa se vio considerablemente influido por la IED que fluyó hacia el sector transable, especialmente la extracción y comercialización de cobre. De hecho, en el año 2000, catorce de los veinte

exportadores más grandes, correspondían a compañías extranjeras y, nueve de éstas eran empresas mineras.<sup>11</sup>

La IED en minería continuó fuerte durante todo el decenio. Es interesante contrastar dos efectos contrapuestos de la IED sobre las exportaciones. La inversión minera contribuía directamente a la expansión de su capacidad productiva. Al mismo tiempo, los elevados flujos de capitales (con un componente predominante de IED) fueron, en parte, responsables de la pérdida de competitividad exportadora. En efecto, los flujos más cuantiosos provocaron, en gran medida, la sobrevaluación del peso en 1996-97.<sup>12</sup> Este proceso surtió no sólo efectos negativos macroeconómicos (véase cap. X), sino también productivos, a causa del contagio de la llamada «enfermedad holandesa» en la mayoría de los sectores exportadores, en especial en los no tradicionales, los cuales presentan la mencionada mayor elasticidad ante el nivel y la estabilidad del tipo de cambio real. Adicionalmente, el desequilibrio se agudizó, dado que el grueso de la IED no se destinó a generar capacidad exportadora, sino que se canalizó hacia sectores no transables.<sup>13</sup> Tales hechos resultan consistentes con el auge transitorio de las exportaciones de cobre (no sostenible a la velocidad que alcanzó en 1996-2000) y con el debilitamiento del dinamismo de las exportaciones no cobre. Ponen ellos de relieve la importancia de disponer de un con-

---

11 Sin embargo, el valor agregado en esta producción de cobre es notablemente inferior al de la empresa estatal CODELCO, debido a que el cobre que exportan las compañías privadas es objeto de menor elaboración y la recaudación efectiva de los impuestos sobre las utilidades es más baja.

12 En esos años surgieron propuestas para racionar la IED en la producción de cobre por medio de licitaciones. Se buscaba reducir la magnitud del influjo (atenuando así la apreciación cambiaria), moderar el impacto depresivo sobre el precio futuro del cobre y captar parte de la renta económica de los yacimientos, afecto a una tributación efectiva baja y disociada de la calidad del recurso natural (Agosin y Ffrench-Davis, 1998).

13 Mientras en 1990-95 el 75% de la IED se canalizó hacia sectores transables, en 1996-2000 esta participación cayó a 35%. Adicionalmente, un elevado porcentaje de la IED en las postrimerías de los noventa estuvo representado por fusiones y adquisiciones de activos ya existentes, operaciones que no redundaron, pues, directamente, en la generación de nueva capacidad productiva (véase Ffrench-Davis, 2003).

junto más amplio de políticas para asegurar un sólido desarrollo exportador asociado a un crecimiento también vigoroso del PIB.

### **b) Composición de las exportaciones**

Las exportaciones chilenas exhiben una creciente diversificación, pero siguen siendo altamente intensivas en recursos naturales. La significación de las cupríferas declinó de 70% en 1970 a una cifra del orden de 45% a comienzos los ochenta y se mantuvo en ese rango hasta los años noventa, cuando cayó por debajo de 40%<sup>14</sup>. Tal retroceso es atribuible en parte al deterioro sufrido por el precio del cobre durante la primera mitad de los noventa. Por otro lado, el número de productos vendidos en el exterior aumentó desde 200 en 1970, a 2.800 en 1990 y a cerca de 3.900 en 1996, estabilizándose luego en ese nivel.

Las exportaciones tradicionales distintas del cobre –conformadas por fruta fresca y manufacturas basadas en recursos naturales, entre ellas harina de pescado, celulosa y papel– aumentaron sustancialmente en los setenta, saltando de 24% del total de las exportaciones de bienes en 1970, a 40% en 1979. A comienzos de los ochenta su valor real se debilitó, a consecuencia del sesgo anti-exportador de la apreciación cambiaria (véase cap. III), participación que en los ochenta se redujo a un tercio del total de exportaciones. A partir de 1987 se reinició su crecimiento real, aunque a paso más lento que el resto de los bienes y con importantes fluctuaciones. En consecuencia, desde fines de los noventa su participación ha estado, en general, por debajo del 30%.

Las exportaciones no tradicionales –categoría que incluye las manufacturas con mayor valor agregado y recursos naturales

---

14 Cabe tener en cuenta que durante los ochenta se registraron sustanciales rebajas en los costos de producción de cobre en la mayoría de las principales compañías mineras del mundo. Las mejoras de productividad en el tratamiento de minerales y en gestión superaron al deterioro en las leyes de los minerales. Por esta razón, el "precio normal" esperado para el cobre en los años siguientes tendió a ser mucho más bajo que en las décadas anteriores. Véase Bande y Ffrench-Davis (1989) y Vial (1988). Esa reducción de costos continuó en los noventa.

no tradicionales— se expandieron fuertemente durante la primera reforma comercial. Su participación aumentó desde menos de 10% en 1970 a cerca de 20% en la segunda mitad de aquella década, pero a comienzos de los ochenta se debilitó e, incluso, en 1981-85 descendió. Según se ha señalado, de nuevo a partir de mediados de los ochenta este grupo registró un crecimiento vigoroso, por lo que su participación trepó a 35% desde la segunda mitad de los noventa, equiparando el valor de las exportaciones de cobre y tomando el primer lugar en el año 2002.

La primera columna del cuadro VIII.3 muestra que, pese a la diversificación operada en los últimos años y sin perjuicio de la tendencia a la exportación de bienes más elaborados, las ventas chilenas al exterior continúan basándose fuertemente en recursos naturales. De hecho, también las exportaciones no tradicionales incluyen una elevada participación de bienes intensivos en recursos naturales (línea b). La clasificación del cuadro VIII.3 indica que la significación de las exportaciones basadas en recursos naturales excedió de 85% en 1998. Es un dato que no resulta sorprendente, debido a que Chile posee una generosa dotación de recursos naturales, combinada con factores geográficos que configuran ventajas comparativas altamente estáticas. No obstante, esta dependencia de los recursos naturales explica también la inestabilidad de precios que enfrenta Chile y la demanda poco dinámica de su canasta exportadora. Adicionalmente, comprueba que no se han realizado esfuerzos sistemáticos suficientemente poderosos para cambiar de manera más significativa la inercia de la composición de esa canasta.

### **c) Diversificación de los mercados de exportación**

Las exportaciones se han diversificado no sólo en términos de productos, sino también de mercados de destino. Un primer indicador, el número de mercados, subió de 31 en 1970 a 120 en 1987 y a 174 en 1999.

Tradicionalmente, la Unión Europea (UE) fue el destino más importante de las exportaciones chilenas. En 1970, por ejemplo, el 61% de las exportaciones totales se dirigió a Europa, en

**Cuadro VIII.3**  
Distribución geográfica de las exportaciones chilenas  
Según contenido tecnológico, 1970-98

año	Tipo de producto	Composición (% del total)	Distribución geográfica (%)					
			América Latina	Unión Europea	Estados Unidos	Japón	Asia	Otros
1970	a. Productos básicos sin elaborar	12,9	10,6	33,0	14,9	39,8	0,1	1,6
	b. Productos básicos semielaborados	84,5	10,3	67,1	14,2	7,8	0,4	0,2
	c. Productos manufacturados	2,2	62,6	2,2	10,1	13,0	1,0	11,1
	<b>d. Total</b>	<b>100,0</b>	<b>11,5</b>	<b>61,1</b>	<b>14,1</b>	<b>12,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>
1983	a. Productos básicos sin elaborar	27,2	9,2	25,0	26,7	25,7	8,4	5,0
	b. Productos básicos semielaborados	66,8	11,3	43,1	27,8	3,1	7,7	7,0
	c. Productos manufacturados	6,0	33,2	17,1	35,7	2,3	4,1	7,6
	<b>d. Total</b>	<b>100,0</b>	<b>12,0</b>	<b>36,6</b>	<b>28,0</b>	<b>9,2</b>	<b>7,7</b>	<b>6,5</b>
1989	a. Productos básicos sin elaborar	26,3	13,2	27,4	20,9	19,3	15,4	3,8
	b. Productos básicos semielaborados	66,3	10,8	43,6	14,2	12,7	13,5	5,2
	c. Productos manufacturados	7,5	21,2	20,2	36,8	3,6	3,5	14,7
	<b>d. Total</b>	<b>100,0</b>	<b>12,2</b>	<b>37,6</b>	<b>17,7</b>	<b>13,7</b>	<b>13,2</b>	<b>5,6</b>
1998	a. Productos básicos sin elaborar	30,5	17,2	19,1	21,8	27,4	11,4	3,1
	b. Productos básicos semielaborados	55,5	19,4	36,0	13,1	10,0	18,7	2,8
	c. Productos manufacturados	14,0	55,7	17,3	14,2	0,6	1,1	11,1
	<b>d. Total</b>	<b>100,0</b>	<b>23,8</b>	<b>28,2</b>	<b>15,9</b>	<b>14,0</b>	<b>14,0</b>	<b>4,1</b>

Fuente: Preparado con datos de BADECEL. Cifras en dólares corrientes, clasificados de acuerdo a CEPAL (1992).

tanto que el resto se distribuyó principalmente entre Estados Unidos (14%), Japón y América Latina, ambos con el 12% (véase cuadro VIII.3, línea d).

Después de la primera liberalización comercial, la distribución geográfica experimentó algunos cambios, a causa, sobre todo, de la creciente importancia de los mercados latinoamericano y norteamericano, a expensas de la participación de la UE. La crisis de la deuda, que golpeó severamente a América Latina, significó una reversión de aquella tendencia, con lo que la participación de la región como destino de las exportaciones chilenas bajó a 12% en 1983. Estados Unidos absorbió el 28% de las exportaciones, en tanto que la participación de la UE se redujo a casi la mitad (cayendo a un tercio), y los países asiáticos distintos de Japón se alzaron como socios importantes.

Al término del régimen militar, en 1989, los mercados tanto de América Latina como Europa mantenían la misma partici-

pación. La de Estados Unidos había disminuido a 18%, en tanto que los mercados asiáticos estaban absorbiendo el 27% de las exportaciones chilenas.

En los noventa la participación de los mercados estadounidenses se mantuvo, en tanto que la de la Unión Europea declinó, sin perjuicio de seguir constituyendo el destino más importante hasta mediados de la década. Los mercados asiáticos, en cambio, incrementaron su significación y en 1997 se convirtieron en el destino principal, absorbiendo el 35% de las exportaciones chilenas. También aquellas dirigidas a países latinoamericanos se acrecentaron vigorosamente, merced a la entrada en vigencia de acuerdos de libre comercio que abarcaban al grueso de los mercados de la región, al renovado empuje de la actividad económica y a la apreciación que experimentaron en términos reales sus tipos de cambio reales *vis a vis* los de otras partes del mundo. En consecuencia, la significación de los mercados regionales se elevó a 24% en 1998, justo antes de la llegada del contagio de la crisis asiática.

La creciente participación de los mercados asiáticos se revirtió en 1998 a consecuencia de la crisis que se originara en aquella región. En efecto, se produjo un repliegue severo de las exportaciones chilenas hacia Asia en 1998-99, cuya participación disminuyó 7 puntos porcentuales. Sin embargo, la rápida recuperación de las naciones de Asia del Este y la fuerte expansión de las exportaciones hacia China, posicionaron nuevamente a esta región como la principal demandante de exportaciones chilenas en el 2002. Por otro lado, la UE recobró transitoriamente su calidad de principal mercado de destino en 1998, al pasar a absorber 28% de las ventas al exterior, para luego disminuir su participación, llegando a 22% en 2002, como resultado del estancamiento de algunas de sus principales economías. En tanto, Estados Unidos recibía el 19% de las exportaciones chilenas en el 2002.

En América Latina, los efectos negativos de la crisis asiática se multiplicaron al encontrar a varios países financieramente vulnerables. En particular, a partir de 1998 los mercados inter-

nacionales de capital se “secaron” provocando severas crisis en varios países, lo que se tradujo en una “media década perdida” para el continente en 1998-2002, con un crecimiento por habitante negativo (-0,4% por año). El caso más dramático fue el de Argentina, cuyo PIB cayó 18% en 1999-2002. Evidentemente, el mercado regional se restringió notablemente para las exportaciones chilenas disminuyendo su participación de 24% en 1998 a 19,5% en 2002.

Desde el punto de vista de los bloques comerciales regionales, el MERCOSUR ha sido el área más dañada por las crisis económicas de América Latina. Como resultado, la participación del MERCOSUR –que representa el vecindario directo para Chile– como destino para las exportaciones chilenas se redujo a la mitad, pasando de un 11% en 1998 a un 5,4% en el 2002. Con ello se lesionó uno de los mercados estratégicos para el desarrollo exportador chileno pues éste concentraba una fracción muy significativa de las exportaciones manufacturadas del país.

En efecto, la composición de la canasta de las exportaciones chilenas varía notablemente según su destino geográfico. Las cifras del cuadro VIII.3 muestran que los recursos naturales, procesados y en bruto, abarcan un porcentaje de las exportaciones mucho mayor en el caso de las que están destinadas a países industrializados, *vis a vis* las que se dirigen a los mercados de la región. En un mercado y notorio contraste, en 1998, las manufacturas constituyeron 56% de las exportaciones totales a América Latina, bastante más que el 21% registrado en 1989, y que se compara con el 17% para la Unión Europea, 14% a Estados Unidos y 2% al Asia. La enorme importancia de los mercados latinoamericanos como destino de productos manufacturados puede resultar crucial para la futura expansión del volumen y calidad de las exportaciones chilenas; este destino, como ya se ha mencionado más arriba, fue altamente dinámico entre 1989 y 1998, cuando su participación se duplicó.

En el ámbito intrarregional, el MERCOSUR es el principal socio comercial de Chile. La participación de este mercado en el total de las exportaciones chilenas (respecto de los mercados de

América Latina), acrecentó su importancia –de alrededor de 40% en los ochenta a cerca de 50% en los noventa (antes de la crisis argentina)– como destinatario de manufacturas chilenas no basadas en recursos naturales, lo que arroja luces acerca de su importancia estratégica para el proceso de diversificación de exportaciones y elevación de su calidad. En cuanto al resto de los mercados de América Latina, México es el de mayor empuje, con una creciente participación tanto en las exportaciones totales como en las de bienes manufacturados.

Así, los países de América Latina han jugado un papel significativo a favor de manufacturas (y servicios) en la diversificación de las exportaciones chilenas. Tal proceso se encuentra estrechamente asociado a la liberalización comercial de la región, incluidos esquemas de carácter regional.

Con todo, persiste la interrogante acerca de la sustentabilidad del crecimiento de las exportaciones chilenas de manufacturas. Por un lado, buena parte de la demanda por tales productos sigue dependiendo del desempeño de las economías de la región, la estabilidad macroeconómica y la vigencia de tipos de cambio que favorezcan el intercambio intrarregional. Por el otro, el dinamismo depende de que este proceso se haya asociado también al fortalecimiento de la capacidad productiva en rubros intensivos en valor agregado e innovación.

#### 4. EXPORTACIONES Y CRECIMIENTO

Con frecuencia se ha dicho que las exportaciones constituyen el motor de la economía chilena. La creciente participación de las exportaciones en el PIB constituye, evidentemente, un canal de transmisión de externalidades, resultantes de la exposición de empresas locales a los mercados externos. Su incidencia es, sin embargo, difícil de cuantificar y la investigación al respecto es limitada<sup>15</sup>. En primer lugar, es necesario diferenciar entre ex-

---

15 Véase un recuento pionero para Brasil, Chile, Colombia y México en Macario (2000).



portaciones brutas y exportaciones netas. Las primeras corresponden al valor total de los productos exportados (reportados en la balanza comercial y en las cuentas nacionales), mientras las segundas descuentan el contenido de insumos importados en el bien exportado y, por tanto, reflejan el valor agregado exportado. En el cuadro VIII.4 se presentan mediciones alternativas de la razón de las exportaciones de bienes y servicios respecto al PIB. En el año 2002, éstas representan un tercio del PIB, medidas en precios corrientes. Las exportaciones netas, en cambio, representan sólo un cuarto del PIB, aproximadamente.

En tal sentido, la capacidad de arrastre está asociada a los encadenamientos de las exportaciones con el desarrollo nacional, recogido por las exportaciones netas. Es indudable que en las últimas décadas se ha avanzado, puesto que al lado de las ventajas naturales se han desarrollado también ventajas competitivas dinámicas, muchas de ellas basadas en recursos naturales, mediante el surgimiento de complejos productivos (*clusters*) en torno a productos forestales, vino, salmón y fruta fresca. Según algunos analistas, esas exitosas experiencias podrían prestar apoyo a una estrategia "nórdica" de desarrollo para Chile, basada en la incorporación de valor agregado a los recursos naturales (Díaz y Ramos, 1998).

Sin embargo, hay otros argumentos en favor de una diversificación adicional hacia bienes y servicios con mayor grado de elaboración, y en detrimento de productos puramente intensivos en recursos naturales. Lograr avances en este frente es un desafío importante. El hecho de que un elevado porcentaje de las exportaciones chilenas siga concentrado en bienes primarios significa que la economía en su conjunto se hace muy vulnerable a las intensas y erráticas fluctuaciones propias de los precios de las materias primas. En segundo lugar, el dinamismo de largo plazo de aquellos productos es limitado, lo que puede erigirse en un factor negativo para el futuro crecimiento de la economía en su conjunto (Sachs, Larraín y Warner, 1999). Tercero, la producción de bienes de mayor elaboración involucra externalidades positivas para el resto de la economía, mediante el aprendizaje

que proporcionan los procesos mismos (*learning by doing*) y los beneficios captados por concepto de adquisición de ventajas competitivas dinámicas (véase CEPAL, 1998, caps. III y IV).

Aquí nos concentraremos en otra relación, que es la influencia de las políticas internas —principalmente el cambiante entorno macroeconómico— sobre la asociación entre la evolución de las exportaciones y el resto del PIB.

De hecho, la correlación entre crecimiento exportador y expansión del PIB efectivo ha sido alta con posterioridad a la crisis de la deuda, en los ochenta y noventa (Meller, 1996). Durante tales periodos el sector exportador fue uno de los de mayor empuje, en tanto que el PIB chileno se recuperaba en los ochenta y con posterioridad, en los noventa, entraba al periodo de mayor crecimiento continuado de su historia. En la práctica, el volumen de las exportaciones se amplió mucho más rápido que el PIB (cuadro VIII.4). La mayoría de los estudios econométricos sobre la materia han detectado un claro efecto positivo de las exportaciones (en especial de aquéllas no cobre) sobre el crecimiento del PIB (Agosin, 1999; Coeymans, 1999; Meller, 1996).

Sin embargo, para que un sector se convierta de veras en el motor del crecimiento, su expansión debe estar vinculada a la creación de nueva capacidad productiva en el resto de la economía, característica que sólo se observa en los años noventa. Según se señalaba en el capítulo VI, la crisis de la deuda externa y el consiguiente ajuste automático provocaron un retroceso generalizado de la producción en 1982-83 (con una caída del orden de 14% en el nivel del PIB), proceso en el que la aplicación de políticas de compresión de la demanda redundó en una elevada subutilización de la capacidad productiva; naturalmente, debido a la magnitud de la devaluación cambiaria, aquella subutilización se concentró en los bienes no transables.

Las medidas de fomento de las exportaciones adoptadas durante los ochenta, resumidas con anterioridad, funcionaron como políticas de reasignación de la oferta, transfiriendo

intersectorialmente los recursos disponibles, en un escenario caracterizado por una exigua tasa global de inversión (y, por consiguiente, una débil creación de nueva capacidad). La deprimida demanda interna y, fruto de la depreciación cambiaria, el fortalecimiento de la rentabilidad de las exportaciones, generaron incentivos a favor de la inversión y la producción en bienes transables. Por lo tanto, no estamos precisamente en presencia de un caso de crecimiento liderado por las exportaciones, sino más bien de un impulso exportador derivado de la conjunción de una restricción externa dominante y un ajuste interno recesivo. Evidentemente, la vigorosa ampliación de las exportaciones, que promedió 8% anual en el período 1982-89, fue un factor que contribuyó al repunte de la actividad económica; sin embargo, no pudo compensar el virtual estancamiento del PIB distinto a las exportaciones, el cual aumentó apenas 1,7% anual, en circunstancias que la población lo hizo en 1,6%. Por ello, las exportaciones resultaron incapaces de transmitir su dinamismo al PIB total, que anotó un crecimiento modesto, de sólo 2,9% anual (véase el cuadro VIII.4).

En los noventa la historia fue diferente. El coeficiente de formación de capital subió a niveles sin precedentes y cobró intensidad no sólo en el sector exportador sino también en la generación del resto del PIB. Los sectores no transables anotaron ritmos de expansión sustancialmente superiores que en los setenta y ochenta: por ejemplo, las obras de infraestructura y las telecomunicaciones anotaron un crecimiento anual de 18,3 y 32,4%, respectivamente, en 1990-97 (Moguillansky, 1999).<sup>16</sup>

En forma paralela, el dinamismo exportador se mantuvo alto pese a la apreciación que experimentó el tipo de cambio real durante la segunda parte de la década (véase el gráfico X.2). Tres factores intervinieron en este resultado positivo. Primero, el comercio mundial exhibió mayor empuje durante los noventa. En 1980-89 el volumen del comercio mundial se había expandido a

---

16 Son cifras que deben ser comparadas con un crecimiento anual de 2,6% en infraestructura en 1982-89.

**Cuadro VIII.4**  
Exportaciones y crecimiento económico, 1960-2002  
(porcentajes anuales)

	Crecimiento promedio anual			Exportaciones brutas/PIB			
	PIB	Exportaciones <sup>a</sup>	PIB no exportado <sup>b</sup>	Precios constantes			Precios corrientes
				1977	1986	1996	
1960-70	4,4	3,6	4,5	12,1	11,9	8,8	14,0
1971-73	1,2	-4,1	1,7	10,0	9,9	7,3	11,8
1974-81	3,0	13,6	1,5	20,2	20,7	14,9	21,8
1982-89	2,9	7,8	1,7	27,9	28,3	20,6	28,3
1990-98	7,1	9,9	6,5	35,5	36,0	26,3	29,0
1999-2002	2,1	5,0	1,3	43,3	43,7	32,1	32,3

Fuente: Basado en cifras oficiales del Banco Central de Chile y Marcel y Meller (1986). Las exportaciones incluyen bienes y servicios.

<sup>a</sup> Las diferencias con respecto a las cifras del cuadro VIII.2 se explican por fuentes y metodologías distintas.

<sup>b</sup> El PIB no exportado es igual al PIB total menos el valor agregado interno (en Chile) de las exportaciones. Los insumos importados contenidos en las exportaciones se estimaron mediante la participación porcentual en el PIB de las internaciones de bienes intermedios y de capital en cada año.

un ritmo anual de 3,7%, que en 1990-2000 subió a 6,3%. Segundo, Chile logró acceso en condiciones preferenciales a nuevos mercados, en virtud de los diversos acuerdos comerciales. Tercero, el coeficiente récord de inversión anotado en el período dio cabida a un sustancial incremento de la productividad del trabajo y de la competitividad externa. Adicionalmente, cabe tener en cuenta, por un lado, que el grueso de la moderada apreciación registrada en la primera mitad de los noventa obedeció a un movimiento compensador tras la restricción de divisas que sufrió el país en los ochenta; y, por otro, que durante aquellos años se aplicó activamente una política que cauteló el desarrollo exportador a través de un manejo prudencial de la cuenta de capitales (véase cap. X; Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995; Zahler, 1998).

En consecuencia, en los noventa el crecimiento efectivo del PIB total fue liderado tanto por los sectores transables como

por lo no transables. De hecho, las exportaciones y el resto del PIB se expandieron 9,9 y 6,5% al año, respectivamente, en el período 1990-98 (véase el cuadro VIII.4). Ello, sumado a un contexto caracterizado por la plena utilización de la capacidad productiva (véase el gráfico I.1), la estabilidad macroeconómica sostenible y un manejo prudencial, explica el acelerado ritmo de crecimiento de la economía chilena durante gran parte de la década.

En la segunda mitad de los noventa, sin embargo, el tipo de cambio real se apreció excesivamente, al impulso de una desmesurada afluencia de capitales (véase cap. X), lo que redundó en una distorsión en la asignación de recursos y un déficit externo excesivo, que más que duplicó el de 1990-95. En consecuencia, además, se incurrió en cierta sobreinversión en sectores no transables (en particular en construcción y comercio), mientras se debilitaba la producción de transables (en especial de manufacturas). Como se analiza en los capítulos I y X, así se generó una vulnerabilidad significativa que llevó a Chile a una recesión en 1999, luego de recibir los choques externos negativos derivados de la crisis asiática.

En 1999-2002 la economía trabajó significativamente por debajo de su frontera productiva (véase el gráfico I.1). Una parte del pobre desempeño de la economía en ese cuatrienio puede explicarse por la caída del ritmo de expansión de las exportaciones desde niveles de 10% en 1990-98 a 5% en 1999-2002. Sin embargo, debe recordarse que ellas representan sólo un cuarto del valor agregado nacional y, por tanto, esa caída sólo se traduce en alrededor de 1,3 puntos de menor crecimiento del PIB. Es decir, la caída desde llanuras de crecimiento de 7% a llanuras de 2-3% está explicada principalmente por el magro aumento de la producción dirigida al mercado interno.

## 5. OBSERVACIONES FINALES

En suma, durante las tres últimas décadas Chile presenció un período de excepcional crecimiento de sus exportaciones. Tan

notable desempeño estuvo asociado, durante las últimas dos décadas, a políticas heterodoxas más bien activas que procuraron preservar un tipo de cambio real competitivo y generar capacidad exportadora, en contraste con la implantación, únicamente, de reformas económicas ortodoxas, como ocurrió en los setenta.

Cuatro conjuntos de factores, que se retroalimentaban entre sí, surgen como los de mayor relevancia para explicar este desempeño de las exportaciones. Primero, está probado que un tipo de cambio real depreciado constituye una variable determinante de la trayectoria global de las exportaciones. Segundo, la diversificación en favor de bienes y servicios con mayor valor agregado resulta crucial para el mejoramiento de la calidad de las exportaciones, pues así se puede acceder a (i) una demanda más dinámica y a precios internacionales más elevados, y (ii) eslabonamientos más fuertes entre las exportaciones y la economía interna. Herramientas comerciales de gran significación que se tienen a mano para tal propósito son la estabilidad del tipo de cambio real, incentivos como la devolución simplificada de aranceles a las exportaciones no tradicionales y la integración intrarregional. Tercero, con el objeto de elevar la calidad de las exportaciones, es necesario un acentuado esfuerzo nacional para *completar* los mercados internos de tecnología, capacitación laboral y segmentos de largo plazo del mercado de capitales. Cuarto, el impulso exportador requiere ser complementado por un entorno macroeconómico interno sustentable, con un PIB efectivo situado en la frontera o techo productivo, y en el que prevalezcan precios macros claves (principalmente tipo de cambio y tasas de interés), que no estén desalineados, adecuados para el desarrollo productivo, de modo de contribuir a materializar un crecimiento liderado por las exportaciones. Este fue el factor decisivo para explicar la asociación positiva entre el dinamismo de las exportaciones y el crecimiento sostenido del PIB durante gran parte de los noventa.

La economía chilena parece estar en un punto de inflexión respecto de su inserción comercial externa. La firma de tratados de libre comercio con los grandes bloques económicos represen-

ta oportunidades para muchos sectores productivos que ven crecer sus mercados potenciales, pero asimismo plantean desafíos. El caso de México, cuyo desempeño no ha sido sobresaliente luego de su TLC con Estados Unidos, muestra que los beneficios de estas asociaciones no son automáticos. Por otro lado, hay costos potenciales derivados de las pérdidas de grados de libertad de las autoridades para realizar ciertas intervenciones inteligentes. Es esencial que frente al nuevo escenario se mantengan los principios expuestos arriba para garantizar un desarrollo exportador que aproveche no sólo ventajas comparativas estáticas sino que genere ventajas competitivas dinámicas.





## CAPÍTULO IX

### DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO Y POBREZA\*

El tema de la distribución del ingreso se ha reactivado fuertemente en Chile. Ello es saludable, pues los problemas no se pueden comprender y resolver si su existencia no se reconoce. A pesar de la efectividad de los esfuerzos hechos en los noventa para corregir el deterioro registrado en los años setenta y ochenta, la pobreza es aún una realidad para uno de cada cinco chilenos, y subsiste una manifiesta desigualdad de oportunidades e ingresos. Predomina una evidente falta de equidad en la economía y en la sociedad chilena. En los noventa se logró una mejora. No obstante, desde la llegada del contagio de la crisis asiática, la distribución de ingresos y oportunidades ha experimentado un nuevo retroceso.

Se han registrado cambios distributivos significativos a través de los últimos treinta años. La evidencia es irrefutable en el sentido de un deterioro pronunciado en los años setenta y ochenta, con aumento de la desigualdad y también de la pobreza. En los noventa, la pobreza se redujo marcadamente; en cambio, los antecedentes sobre distribución son más heterogéneos. Alguna información, como la encuesta CASEN, da cierta mejoría res-

---

\* Agradezco los útiles comentarios de David Bravo, Juan Carlos Feres, Osvaldo Larrañaga, Arturo León, Carlos Massad, Dagmar Raczynski, Jaime Ruiz-Tagle, Claudio Santibáñez y Aristides Torche, las conversaciones con Harald Beyer, Guillermo García-Huidobro, Gunther Hinze, Pilar Romaguera, Jaime Ruiz-Tagle V., Daniel Titelman, Andras Uthoff y Humberto Vega, y la eficiente colaboración de Heriberto Tapia. En particular, agradezco la autorización de Juan Carlos Feres para utilizar antecedentes elaborados en Feres (2001) y la información aportada por Osvaldo Larrañaga.

pecto de los ochenta en los primeros años de los noventa, y luego una distribución relativamente estable. Otro antecedente importante, como es la encuesta de presupuestos familiares del INE, que se efectúa aproximadamente una vez por decenio en Santiago, entrega una mejora significativa entre 1988 y 1997. No obstante, los antecedentes disponibles muestran una distribución también significativamente peor que a fines de los años sesenta y un nivel de pobreza aún más alto que en ese decenio. A su vez, la información sobre ingresos que obtiene la Universidad de Chile en Santiago, en su encuesta de empleo, indica que luego del intenso deterioro en los setenta y su agravamiento en los ochenta, se logró una mejora moderada en los noventa, hasta 1998, para constatarse un deterioro parcial desde 1999.

Lo que es concluyente, entonces, es que i) en los noventa se detuvo la fuerte tendencia al deterioro observada durante el régimen de Pinochet; ii) la distribución del ingreso de los noventa fue menos desigual que en los ochenta; pero peor que en los dos decenios entre 1960 y 1980; iii) la pobreza se redujo sustancialmente en los noventa; pero, a pesar de estos dos cambios de tendencia en los noventa, iv) con la llegada a Chile de la crisis financiera en las economías emergentes se ha perdido un parte del progreso registrado en los primeros años del retorno a la democracia. El balance de estos treinta años muestra que Chile retrocedió en vez de avanzar hacia mayor equidad. La equidad y los *equilibrios macrosociales* (es decir, la existencia de empleo, salarios, programas sociales, integración que garanticen condiciones de vida dignas para la población, que mejoren sostenidamente) son parte esencial de la modernización. Ello plantea como desafío prioritario la comprensión del por qué del retroceso, y luego la decisión política para corregirlo.

En este capítulo pasamos revista a los rasgos sobresalientes de la evolución distributiva en los últimos decenios. Ponemos énfasis en tres dimensiones. Dos estructurales, que son i) la necesidad de profundizar en la cantidad y calidad de la inversión en la gente, o capital humano, y ii) fortalecer la inversión productiva y su asociación con el empleo productivo; ambos con-

tribuyen a difundir la productividad a través de la sociedad, y así a ampliar las oportunidades a segmentos más amplios de la fuerza laboral. La tercera dimensión, a la que le damos una enorme importancia, es iii) el logro de equilibrios macroeconómicos sostenibles.

Lo eficiente para los efectos de lograr crecimiento y equidad, es una definición integral de los equilibrios macroeconómicos. Ello incluye, mucho más allá que una inflación baja y un equilibrio fiscal estructural (ambos convenientes y necesarios), el equilibrio de la economía real: esto es, pleno uso de la capacidad disponible, evitar tipos de cambio y tasas de interés demasiado fluctuantes y desalineadas, y un entorno macroeconómico favorable para la inversión productiva.<sup>1</sup> Enfatizamos, con fuerza, que los más grandes deterioros distributivos, así como la expansión de la pobreza, han estado asociados a desequilibrios macroeconómicos críticos: la hiperinflación de 1973, y las recesiones de 1975 y 1982. A ello se adicionan los casos de “equilibrios” macroeconómicos logrados a expensas de otros equilibrios, como los desajustes macrosociales en 1985-87, y externos en 1996-97. En el último episodio, la consiguiente pérdida de producción en 1999-2003, aunque muy moderada en comparación con 1975 y 1982, representó un traspie grave, con costos sociales, económicos y políticos. Como lo señalamos arriba, la distribución del ingreso empeoró en 1999-2002 con respecto a los noventa, aunque es aún algo menos desigual que en los ochenta.<sup>2</sup>

---

1 Como lo comprobamos en French-Davis (1999), América Latina se caracterizó en los noventa por fuertes desequilibrios de la macroeconomía en su sentido real. Chile fue una excepción notable en la primera mitad de los noventa, pero empezó a deteriorarse la calidad de su entorno en los años siguientes (sección 3 y cap. X).

2 Los datos se refieren al ingreso per capita por hogares según la encuesta de empleo de la Universidad de Chile. Véase Larrañaga (2001) y actualizaciones hechas por ese autor.

## 1. TENDENCIAS DE LA DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO Y LA POBREZA

### a) ¿Cómo se cuantifica?

Medir bien es importante porque aporta información respecto de cuán eficaces resultan las políticas socioeconómicas dirigidas a reducir las desigualdades y la pobreza. Sin embargo, la medición de la pobreza y de la distribución del ingreso enfrentan grandes dificultades.

La definición de pobreza es convencional. Se ha generalizado la definición de pobres como "aquellos con un ingreso familiar per cápita inferior al costo de dos canastas de alimentos" (y necesidades básicas no alimentarias) (CEPAL, 1997, recuadro IX.1); ella marca la frontera entre pobres y no pobres en la encuesta CASEN en Chile. La altura de la línea se ha mantenido aproximadamente invariable en pesos constantes en las siete encuestas realizadas entre 1987 y 2000, sobre la base de antecedentes de la encuesta de presupuestos familiares del INE de 1987-88.<sup>3</sup> La definición no nos dice cuán menos pobres son los muchos que salieron de esa categoría entre 1987 y 2000, y los que retornaron a ella en la recesión de 1999 y en los años siguientes. En Mideplan (2002b), sin embargo, se corrige este problema mostrando los flujos de hogares desde y hacia las distintas categorías socioeconómicas entre 1996 y el 2001. Aunque la CASEN evidentemente no es un indicador cuyo propósito es medir la distribución, provee mucha información valiosa para diversos indicadores de distribución, y principalmente para la caracterización de la pobreza y de los puntos estratégicos para enfrentarla (De Gregorio y Landerretche, 1998).

La distribución del ingreso es mucho más difícil de medir, en particular los extremos más pobres y más ricos. A su vez, aun cuando las cifras disponibles fuesen correctas, también hay muchas formas alternativas de organizar la información. Por ejemplo, por ingresos, o por gastos del hogar, o por miembro del

3 La línea de pobreza urbana del 2000 era de 2,6 UF por miembro del hogar y la línea de pobreza rural de 1,7 UF por miembro del hogar.

**Recuadro IX.1**  
**Salarios y líneas de pobreza en Chile, 2000**

El cuadro siguiente muestra los montos absolutos (en Unidades de Fomento, UF) de los salarios mensuales en Chile de acuerdo con las principales fuentes disponibles. También se consignan los valores de las líneas de pobreza por habitante (rural y urbana).

El lector debe notar que no todas las fuentes registran el mismo concepto de salario. Mientras algunos recogen la remuneración líquida, otros contabilizan la remuneración imponible. Si se descuentan las cotizaciones previsionales (de aproximadamente 20%) de los indicadores de remuneraciones imponibles, comprobaremos que el salario líquido promedio del año 2000 se enmarcaba entre las 11,9 y 16 UF. Es decir, entre 201 mil y 271 mil pesos de agosto del 2003. La excepción son las ISAPRE, que concentran a la población de mayores ingresos, donde el salario promedio líquido bordeaba 22 UF (372 mil pesos de agosto del 2003).

**Salarios y líneas de pobreza en Chile, 2000**

	UF	Tipo de Remuneración	Cobertura
<b>Salarios promedios</b>			
ACHS <sup>a</sup>	20,0	Imponible	Nacional
AFP <sup>a</sup>	18,3	Imponible	Nacional
CASEN <sup>b</sup>	14,2	Líquida	Nacional
Hombres	15,6		
Mujeres	11,9		
INE <sup>a</sup>	15,5	Imponible	Nacional
ISAPRE <sup>a</sup>	27,4	Imponible	Nacional
U. de Chile	16,6	Líquida	Gran Santiago
<b>Salario Mínimo<sup>a</sup></b>	6,4	Imponible	Nacional
<b>Salario Mínimo<sup>a</sup></b>	5,1	Líquido	Nacional
<b>Líneas de pobreza</b>			
Urbana <sup>b</sup>	2,6		Nacional
Rural <sup>b</sup>	1,7		Nacional

<sup>a</sup> Diciembre. <sup>b</sup> Noviembre. La remuneración imponible es la que sirve de base para el descuento de las cotizaciones por salud y pensión. La remuneración líquida corresponde al monto que el trabajador recibe efectivamente. Con excepción de las cifras de la ACHS, las AFP y las ISAPRE.

Si bien las líneas de pobreza son varias veces menores a los salarios promedios, debe notarse que el número de personas por hogar es, en promedio, mayor que 4 para los quintiles I a III. Ello significa que un hogar urbano de 4 personas, por ejemplo, necesita un ingreso mensual de 10,4 UF para superar la línea de pobreza. Este monto duplica el salario mínimo líquido y está cercano al salario líquido promedio (especialmente al de las mujeres, de 11,9 UF, según la encuesta CASEN).

hogar; y las diferencias en los resultados son notables.<sup>4</sup> Una vez clasificada la información, también hay diversas maneras de medir la distribución; existen numerosos indicadores, algunos más crípticos (como el tradicional Gini) y otros, muy simples, como la razón entre la participación del decil o quintil más rico y el más pobre. Este último indicador es de uso bastante común; adolece del defecto que no considera qué sucede en el 60 u 80% de sectores medios y da mucho peso al papel que juega el tramo más rico cuya medición es muy defectuosa. La evolución de los sectores medios se capta, entre otros, implícitamente con el coeficiente GINI (véase más adelante el cuadro IX.4).

Hay diversas fuentes de información sobre distribución en Chile. La de más larga data es la encuesta de empleo de la Universidad de Chile que una vez al año, desde 1958, recolecta información sobre ingresos en el Gran Santiago (cubriendo el 40% de la población del país). MIDEPLAN realiza en todo Chile la encuesta CASEN, disponible para 1987, cada dos años, entre 1990 y 2000; y cada tres desde 2003<sup>5</sup>. La cobertura y la encuesta se han perfeccionado en los noventa, de manera que la comparabilidad con 1987 es limitada; no obstante, su objetivo es medir la pobreza y el acceso de los pobres a los servicios sociales, siendo más débil en la medición de la distribución, particularmente en el quintil alto. El INE, cada decenio aproximadamente, efectúa una detallada encuesta de presupuestos familiares (EPF) en el Gran Santiago, que está disponible para 1969, 1978, 1988 y 1997; el INE también recolecta datos de ingreso en una encuesta suplementaria a la de ocupación. Algunos resultados difieren radicalmente entre las distintas fuentes, habiendo bastante divergencia entre los especialistas respecto de las virtudes de cada una.

---

4 Ajustar por número de miembros del hogar parece razonable, pero surgen dos problemas que se deben afrontar: las necesidades de gasto varían con la edad (lo que se puede intentar corregir trabajando con un "adulto equivalente" como unidad de cuenta) y hay "economías de escala" en el hogar (Contreras y Ruiz-Tagle V., 1997).

5 Hay una encuesta CASEN para 1985 cuya base de datos no está disponible. Un análisis interesante sobre esta encuesta se presenta en Torche (1987).

## **b) El récord histórico hasta 1973**

Al inicio de los años setenta, Chile se situaba entre los países de América Latina con mayor desarrollo social. El nivel educacional, el sistema nacional de salud, la organización para la construcción de viviendas populares y un programa masivo de alimentación para escolares eran de los más adelantados de la región (Arellano, 1985). Asimismo, se había desarrollado un amplio segmento de clase media, aunque concentrado inicialmente en las áreas urbanas. El progreso se extendió también a los obreros organizados sindicalmente y al sector rural, fenómeno asociado a la reforma agraria realizada entre 1965 y 1973 (Ffrench-Davis, 1973).

Los mencionados avances fueron el fruto de un proceso continuo, que tomó fuerza durante los años veinte, y que se intensificó con los gobiernos radicales entre 1939 y 1952, y luego con los Presidentes Ibáñez, Alessandri, Frei y Allende (1952-73).

No obstante los avances sociales registrados en los años cincuenta y sesenta, la distribución existente hacia 1970 era considerada claramente insatisfactoria. Por ello, en los partidos de centro e izquierda se postulaban diversas propuestas para mejorar la situación distributiva. Varias de ellas se pusieron en práctica durante el gobierno del Presidente Allende. De este modo, los ingresos laborales (salarios mínimos y medios) y el gasto social (pensiones, asignaciones familiares, presupuestos de educación y salud, etc.) se incrementaron masivamente en 1971, aunque de una manera evidentemente no sostenible. El desborde inflacionario de 1972-73 con tasas anuales superiores a 200% y 600%, respectivamente, involucró drásticos retrocesos distributivos, en varios de estos frentes, respecto de 1970 (véase el cap. I).

## **c) Avances y retrocesos durante el régimen de Pinochet, 1973-89**

Algunos indicadores sociales continuaron mejorando durante el régimen de Pinochet, en tanto que otros se deterioraron fuertemente.

El índice de analfabetismo, ya reducido a 20% en 1952, disminuyó a 10% hacia 1973 y a menos de 6% en 1989. En tanto, el número de estudiantes registrados en la educación primaria, como porcentaje de la población de 6 a 14 años, subió de 65% a cerca de 100% en 1973, para mantenerse hasta inicios de los años ochenta en ese nivel; en la segunda mitad de los ochenta, la cobertura descendió a 95%, lo que sugiere un problema de deserción escolar a consecuencia de la crisis de 1982. En cuanto a la educación secundaria, ésta daba acceso a 10% de los jóvenes de 15 a 18 años en 1952, cifra que se elevó a 51% en 1973 y a 75% en 1989.<sup>6</sup>

También hubo una evolución muy positiva en lo referente a expectativas de vida y a mortalidad general e infantil, que acentuó la tendencia que estos indicadores ya exhibían en los años cincuenta y sesenta. En particular, se redujo muy marcadamente la mortalidad infantil, con lo que Chile se situó en los años ochenta en los niveles más bajos de América Latina, junto a Costa Rica, Cuba y el Caribe de habla inglesa. Este buen desempeño obedeció a los esfuerzos públicos de atención materno-infantil —incluidos los innovadores programas de nutrición a los niños lactantes y desnutridos—, al descenso del número de nacimientos, y a factores de naturaleza irreversible como el aumento en el nivel educacional de las madres (Hirschman, 1994; Monckeberg, 1998; Raczynski y Oyarzo, 1981).

Otros indicadores, en cambio, muestran un desempeño negativo (véase el cuadro IX.1). Ellos reflejan, en definitiva, la fuerte inestabilidad macroeconómica, la baja tasa de inversión bruta por trabajador (con el consiguiente impacto negativo sobre la productividad por persona ocupada) y las leyes laborales sesgadas contra los trabajadores. En consecuencia, las remuneraciones promedio se situaron en 1989 un 8% por debajo de las de 1970. Es decir, en casi dos decenios, los salarios promedios, en vez de crecer, que es lo natural, disminuyeron; algo similar aconteció con las pensiones. Asimismo, el ingreso mínimo se deterioró en

6 Cifras de *Anuarios Estadísticos* de la CEPAL, sobre la base de antecedentes oficiales de Chile.



un porcentaje parecido en el mismo período y su cobertura se redujo sustancialmente, aplicándose niveles inferiores para aprendices, los menores de 21 años (posteriormente rebajado a 18 años) y los mayores de 65 (Cortázar, 1984, pág.121). Del mismo modo, las asignaciones familiares (pagadas por el Estado a los jefes de hogar por cada una de sus cargas familiares), que habían jugado un papel progresivo, creciendo continuamente en importancia hasta inicios de los años setenta (Ffrench-Davis, 1973), después de 1974 experimentaron un persistente descenso, hasta situarse, en 1989, 72% por debajo del nivel de 1970.

El gasto público en salud, educación y vivienda por habitante también decreció. La magnitud de la baja de esos tres componentes alcanzó a 22% respecto de 1970.<sup>7</sup> No puede dejar de mencionarse el notable deterioro sufrido por el Servicio Nacional de Salud; sólo el gasto previsional muestra un aumento, asociado a un número creciente de pensionados. Sin embargo, hubo una mayor focalización de una parte (minoritaria) del gasto social en los más pobres, lo que habría paliado parcialmente la caída de sus ingresos laborales.<sup>8</sup> Muchos de estos indicadores sociales se deterioraron durante los setenta, se recuperaron parcialmente en 1979-81, y empeoraron, otra vez, entre 1982 y fines de ese decenio (Ffrench-Davis y Raczynski, 1990); las remuneraciones promedio y el salario mínimo tomaron una senda ascendente recién en 1988, las asignaciones familiares en 1990, y el gasto social público en 1991.

---

7 El gasto público se financia con el aporte fiscal, las contribuciones de los beneficiarios y variaciones de pasivos. Una fuerte divergencia entre cifras oficiales y "corregidas" de gasto social en los años setenta se aborda en Marshall (1981).

8 Otras veces, la mala focalización resultó en el empeoramiento de la situación de las clases media y baja. Un ejemplo es el sistema universitario donde, luego de la eliminación del acceso gratuito, no se desarrolló un sistema amplio y eficiente de becas. Como resultado, el gasto público en las universidades está concentrado en el quintil más rico.

**Cuadro IX.1**

Salarios, asignación familiar y gasto social público, 1970-2002  
(índices reales, 1970 = 100)

	Remuneraciones (1)	Ingreso mínimo (2)	Asignación Familiar (3)	PIB per cápita (4)	Gasto social público per cápita		
					Educación (5)	Salud (6)	Total (7)
1970	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1980	89,0	130,0	81,6	106,3	88,6	82,3	90,1
1981	96,8	135,7	80,9	109,9	92,1	74,7	97,5
1985	83,2	86,1	54,6	97,2	76,0	64,0	90,5
1986	84,6	82,1	45,7	101,1	71,5	62,5	86,9
1987	84,3	77,1	38,1	105,9	65,7	61,5	84,7
1988	89,8	82,3	33,2	111,8	64,2	70,4	86,1
1989	91,6	91,8	28,4	121,5	62,6	69,6	83,9
1990	93,3	98,0	33,7	123,9	59,4	65,4	81,7
1991	97,8	107,2	41,4	131,6	65,7	75,8	87,8
1992	102,2	112,2	42,4	145,3	74,3	87,1	95,4
1993	105,9	117,7	43,2	153,5	79,6	96,5	103,3
1994	110,7	122,1	43,9	160,2	85,8	105,0	108,3
1995	118,3	127,5	45,3	175,1	94,6	108,1	114,7
1996	123,2	133,0	47,2	185,7	105,5	116,0	124,2
1997	126,1	137,8	49,7	195,6	114,8	121,4	129,6
1998	129,5	149,2	51,9	199,4	126,3	129,7	137,7
1999	132,6	159,6	53,3	195,4	133,4	132,0	146,6
2000	134,4	170,9	53,7	201,0	143,2	141,3	153,7
2001	136,6	177,4	54,3	204,6	153,3	151,1	161,4
2002	139,4	182,6	55,3	206,5	163,1	156,7	164,5

**Fuentes:** INE y Jadresic (1990) para remuneraciones; Cortázar y Marshall (1980) para IPC corregido; Cabezas (1988) y Dirección de Presupuestos (desde 1986) para gasto social.

Col. (1), Índice General de Remuneraciones hasta abril de 1993 y, posteriormente, Índice de Remuneraciones por hora; el índice del costo de la mano de obra creció 6,1% menos entre abril de 1993 y diciembre de 2002. Col. (2), es el ingreso líquido. Col. (3), asignación familiar del SSS en 1970, luego la asignación única y, posteriormente, la correspondiente al tramo de ingresos menores. Col. (7), incluye gastos en educación, salud, vivienda, previsión y otros. Todos son promedios de cada año.

El retroceso registrado en los ingresos laborales y en los gastos sociales monetarios, así como la regresividad de las reformas tributarias de los años setenta y ochenta, se refleja en el deterioro observado en la distribución de los gastos de consumo. La información más sistemática disponible corresponde a las encuestas de presupuestos familiares, realizadas en el Gran Santia-

go.<sup>9</sup> En general, se reconoce que estas encuestas son de alta calidad. Estas indican, para 1969, 1978 y 1988, un deterioro continuo en los hogares situados en los tres quintiles inferiores de gasto. Más aún, el deterioro es más acentuado cuanto más pobre es el sector de la población (véase el cuadro IX.2). Por ejemplo, el 40% más pobre de los hogares (quintiles I y II) perdió participación: desde 19,4% en 1969, a 14,5% en 1978 y a 12,6% en 1988; es decir, su cuota porcentual en el gasto total de las familias santiaguinas, se redujo en un tercio. En cambio, el quintil más rico mejoró su posición relativa consistentemente, subiendo su participación de 44,5% en 1969, a 51,0% en 1978, y a 54,9% en 1988. Además, éste es el único quintil cuyo nivel de gasto real por familia se elevó entre 1969 y 1988.

Cuadro IX.2

Distribución del gasto por hogares, 1969, 1978 y 1988  
(porcentajes sobre el total)

Quintil	1969	1978	1988
I	7,6	5,2	4,4
II	11,8	9,3	8,2
III	15,6	13,6	12,6
IV	20,6	21,0	20,0
V	44,5	51,0	54,9
Total	100,0	100,0	100,0
QV/QI	5,86	9,81	12,48

*Fuente:* Instituto Nacional de Estadísticas, *Encuestas de Presupuestos Familiares*, efectuadas en el Gran Santiago. Quintiles ordenados según gasto pagado por hogar; excluye el alquiler imputado.

9 Hemos procurado chequear por el eventual sesgo, asociado a que Santiago abarca sólo el 40% de la población de Chile y es esencialmente urbano. Conscientes de sus limitaciones como indicador distributivo, hemos comparado los resultados de la CASEN para Santiago y todo el país: se constata que los coeficientes de concentración son relativamente similares entre Santiago y el resto de Chile en las cinco encuestas realizadas en los noventa. Véase Ferres (2001).

Estos antecedentes sobre la distribución del gasto indican que el segundo ciclo del gobierno de Pinochet (1982-89) también fue regresivo, acentuándose así la concentración de la riqueza y del ingreso observada durante el primer ciclo, correspondiente a 1974-81.<sup>10</sup> Antecedentes de la encuesta de empleo de la Universidad de Chile, también para el Gran Santiago, muestran, asimismo, un deterioro de la distribución del ingreso, aunque de diferente intensidad y con grandes fluctuaciones año a año. Entre 1975 y 1987 se observa un persistente empeoramiento, sólo detenido durante el auge de 1977-80, culminando con 1987 como el año de peor distribución, sea medida por el Gini o por la razón quintil V/quintil I (Larrañaga, 2001; Ruiz-Tagle V., 1999).

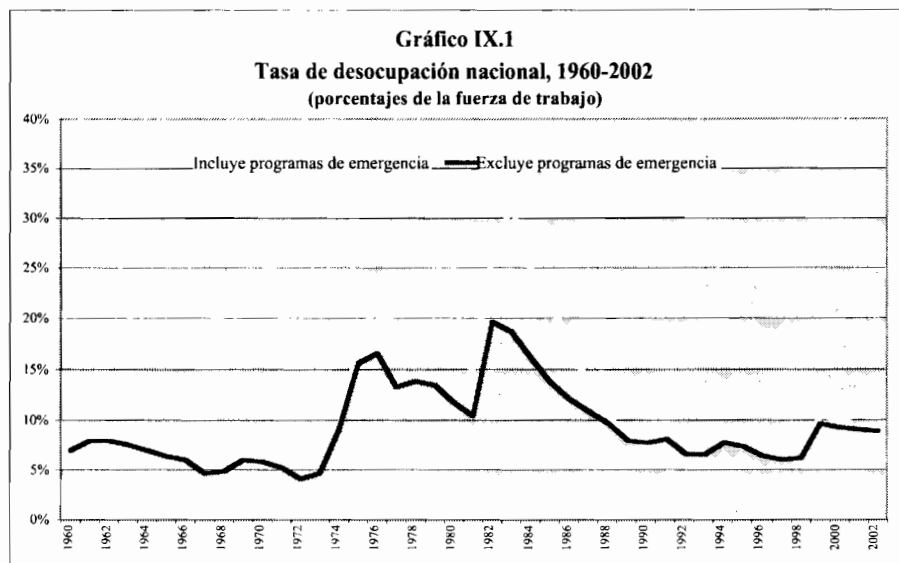
Hemos examinado, en el capítulo II, la responsabilidad que le cupo a varias de las reformas y políticas del gobierno militar en el agravamiento de las severas crisis enfrentadas por Chile. El enfoque dogmático que imperó en su ejecución, particularmente en su primera mitad, acentuó la vulnerabilidad frente a los *shocks* externos de 1975 y 1982, y agravó las pérdidas que ellos generan inevitablemente. Dentro de las consecuencias de las recesiones, destaca el prolongado desempleo predominante en el país (véase el gráfico IX.1). Ya en 1975 el porcentaje de desocupados se elevó a 15,7% (17,6% con el PEM y el POJH). En 1983, el número de desempleados llegó a 740 mil (19% de la fuerza de trabajo); adicionalmente, los programas de empleo de emergencia absorbieron a más de 500 mil (13% de la fuerza de trabajo);<sup>11</sup> esto es, un total de 31,3%. Más tarde, la recupera-

---

10 Los años de las encuestas (1969, 1978 y 1988) no coinciden exactamente con los de los ciclos (1974-81 y 1982-89).

11 Aunque el diseño inicial de los programas de empleo indicaba una jornada semanal de sólo 15 horas, en la práctica, se exigió un trabajo de tiempo completo. El salario, por su parte, se limitó a sólo una fracción del ingreso mínimo, llegando a estar por debajo de un tercio de éste y sin protección previsional. El subsidio de desempleo era prácticamente inexistente, aunque el PEM funcionó en parte como un subsidio a cambio de un aporte de trabajo. El ingreso del POJH (para jefes de hogar) fluctuó entre 1,6 y 2 veces el ingreso del PEM (Ffrench-Davis y Raczynski, 1990, cuadro A.13). Estos programas,

ción alivió el problema, pero sólo en 1989 se retornó a una tasa de un dígito, con 7,9% de desempleo abierto. En un marco en que la desocupación afecta con mayor fuerza a los grupos de menores ingresos, con carencia de un seguro de desempleo adecuado junto con el debilitamiento de los instrumentos de apoyo públicos, es comprensible el deterioro registrado en las condiciones de vida de la mayoría de la población.



Fuente: DIPRES, INE y Jadresic (1986). Promedios anuales.

Los programas de emergencia consideran sólo PEM y POIJ en 1975-88 y los programas directos más los subsidios a la contratación en 1999-2002. En los ochenta, se excluyeron los proyectos de desarrollo local, los programas de capacitación dirigida, los de obras de riego, los de desarrollo forestal y los proyectos intensivos en mano de obra (PIMO), entre otros. En el periodo 2001-02 se excluyeron los programas de inversión pública.

no obstante, no fueron los únicos. Después de la crisis de la deuda hubo otras formas de empleo de emergencia más ligados a la actividad productiva, los que en 1987 superaban el 30% de los trabajadores cubiertos por todos los programas de empleo (OIT, 1988; cap. III). Éstos quedaron clasificados como ocupados en las definiciones de empleo que usamos: la oficial y la que incluye a trabajadores del PEM y POIJ como desocupados.

#### d) Distribución del ingreso y pobreza en el retorno a la democracia, 1990-2003

Desde 1990 se pueden distinguir tres subperíodos, con diferentes resultados socio-económicos. Los primeros años (1990-95), con mejoras de remuneraciones, salario mínimo, empleo y gasto social; en un esfuerzo de recuperación de lo perdido en los dos decenios anteriores; cubre el gobierno de Aylwin y parte del de Frei. En el segundo (1996-98), los salarios crecieron más lentamente y la reducción de la pobreza se moderó, pero diversos indicadores socio-económicos siguieron progresando. En el tercero (desde 1999), la situación se revirtió en cuanto al empleo, con un alza drástica de la desocupación y un aumento del número de indigentes (extrema pobreza, en la encuesta CASEN 2000). Sin embargo, el salario mínimo fijado por la autoridad, subió fuertemente, en un programa trianual para 1998-2000. Asimismo, los ingresos de profesores y médicos y las pensiones de cargo público fueron objeto de ajustes especiales, que naturalmente elevaron el gasto fiscal. La preocupación de las autoridades por el equilibrio fiscal implicó que todos estos reajustes contaran con un financiamiento tributario.

El retorno a la democracia trajo de vuelta una preocupación mayor, de parte del Estado, por los temas de equidad y pobreza, entendiéndose que, junto con los esfuerzos para conseguir equilibrios macroeconómicos reales, era necesario perseguir equilibrios macrosociales. De allí la propuesta de "crecimiento con equidad". En consecuencia, en los años noventa, las autoridades emprendieron esfuerzos sistemáticos para mejorar la situación social e introducir *reformas a las reformas* en operación (Ffrench-Davis, 1999, cap. VII). Se hizo una reestructuración del gasto público para destinar más recursos al área social, y se aumentaron los ingresos fiscales para tal efecto, mediante una reforma tributaria que elevó la tasa del IVA y la tributación progresiva. En la esfera laboral se alcanzaron importantes acuerdos para mejorar considerablemente el salario mínimo, así como para introducir reformas tendientes a reducir el desequilibrio entre el poder de los trabajadores y los empresarios.

La reforma tributaria de 1990 permitió financiar un aumento del gasto social, e iniciar el largo proceso de recuperar y elevar la calidad de la educación y la salud. La reforma laboral facilitó el fortalecimiento de las organizaciones sindicales y la autodefensa de los trabajadores. Por su parte, las mejoras del salario mínimo y de las asignaciones familiares, a comienzos de los noventa, beneficiaron directamente a los chilenos del quintil más pobre. Lo mismo sucedió con innovativos programas focalizados, tales como escuelas básicas de zonas pobres y capacitación laboral de jóvenes (Raczynski, 1995).

Asimismo, las reformas a la manera de hacer macroeconomía tuvieron repercusiones muy significativas sobre el empleo productivo y la sostenibilidad de los equilibrios. En ello, la aplicación del encaje y otros mecanismos complementarios sobre los ingresos de capitales volátiles jugó un papel determinante (véase el cap. X; y Ffrench-Davis, 1999, cap. VIII.C).

Fruto del conjunto de políticas fue un crecimiento significativo de las remuneraciones reales medias, que en 2002 superaban en 39% el nivel de 1970 y en 52% el deprimido monto de 1989; un salario mínimo que duplicaba el de 1989, y reajustes en asignaciones familiares que han significado recuperar parte del terreno perdido durante los años ochenta (véase el cuadro IX.1). La tasa de desempleo también exhibió una mejora significativa, promediando 7,8% en los noventa, en comparación con 18,1% en 1974-89 (véanse el cuadro I.1 y el gráfico IX.1). Naturalmente, la coyuntura macroeconómica tiene una gran incidencia sobre la desocupación. Ello es ilustrado por la tasa de 6,1% en el auge de 1997, el 7,9% en 1989, y el 10,3% en el deprimido 1999-2002.

Puede afirmarse que estas políticas, junto con la mayor eficiencia en la gestión macroeconómica durante la mayor parte de la década —que favoreció un acelerado crecimiento y una gran creación de empleos—, hicieron posible una reducción drástica de la pobreza e indigencia hasta 1998. En 1987, los chilenos en condición de pobreza representaban 45,1% de la

población.<sup>12</sup> Las sucesivas mediciones de la encuesta CASEN, resumidas en el cuadro IX.3, dan cuenta del constante progreso en esta área, llegando en 2000 a 20,6%.<sup>13</sup>

**Cuadro IX.3**

Población en condición de indigencia y pobreza, 1987-2000  
(porcentajes de la población)

	1987	1990	1992	1994	1996	1998	2000
Indigentes	17,4	12,9	8,8	7,6	5,8	5,6	5,7
Pobres no indigentes	27,7	25,7	23,8	19,9	17,4	16,1	14,9
<b>Total de pobres</b>	<b>45,1</b>	<b>38,6</b>	<b>32,6</b>	<b>27,5</b>	<b>23,3</b>	<b>21,7</b>	<b>20,6</b>

Fuente: Mideplan, datos nacionales de la Encuesta CASEN. La pobreza y la indigencia se refieren a la población que tiene un ingreso menor que una cuota fija en valores reales.

La reducción de la pobreza es evidente en los noventa. ¿Qué pasa con la distribución del ingreso? El resultado es más difuso y discutible: varios antecedentes muestran mejoras y otros indican cambios no significativos o constancia; hay predominio de un cambio positivo en el primer quinquenio e inflexión posterior según varias fuentes. En general, con una excepción importante como es la mayor ambigüedad de la CASEN, los antecedentes indican una mejoría con respecto a los ochenta, aunque es notorio que la distribución continúa siendo muy regresiva. En consecuencia, se requiere un gran esfuerzo nacional para corregirla.

12 Estudios previos, con el mismo indicador de pobreza pero con metodologías no totalmente comparables indican que 17% de los hogares eran pobres en 1969, elevándose a 45% en 1985 y abarcando a 38% en 1987 (Altimir, 1979; CEPAL, 1991). Esta cifra de porcentaje de hogares pobres, para 1987, es consistente con el 45% de población pobre según la CASEN 1987.

13 Chile tenía en 2000 un ingreso per cápita mayor que el de 1969, pero una proporción mayor de pobres (medida con una misma línea de pobreza). Ello implica, evidentemente, una peor distribución en 2000. No obstante, es un gran error decir que es «la peor de América Latina».



La información más sólida sobre distribución sigue siendo la de las EPF efectuadas por el INE, para el Gran Santiago; es una encuesta de amplia cobertura, realizada en forma sistemática durante doce meses, con anotaciones en una libreta por los mismos encuestados y chequeos. Una nueva encuesta se efectuó en 1997, cuyos primeros resultados se publicaron en 1999 (INE, 1999). Estos resultados no son comparables con la serie de tres encuestas anteriores, debido a diferencias metodológicas<sup>14</sup>. El cuadro IX.4 recoge las distribuciones del gasto (columnas 1 a 8) y del ingreso (columnas 9 a 12) para las ordenaciones "comparables" de 1988 y 1997. En cada caso, los quintiles se agruparon según diversos criterios, que se analizan a continuación.

Las primeras 4 columnas comparan la distribución del gasto de los hogares, **sin arriendo imputado**. Si bien en las dos primeras correspondientes a la ordenación por gasto (según hogar y per cápita, respectivamente), hay un aumento en la concentración del gasto, al clasificar el gasto de acuerdo a los quintiles de ingreso (columnas 3 y 4) se observa una mejoría en su distribución según los dos indicadores que usamos aquí. Por otra parte, la falta del arriendo imputado en una evaluación de la distribución del gasto representa un sesgo grave para la estimación del bienestar de los hogares pobres que se convierten en propietarios de su vivienda.

La disponibilidad de estimaciones de alquiler imputado por la vivienda propia es un avance importante disponible sólo desde la encuesta de 1988. Dado el progreso alcanzado por Chile en la construcción de viviendas populares, reviste una significación creciente para el quintil I. Las columnas 5 a 8 corrigen los datos anteriores por este concepto, elevando la participación del quintil I entre 0,3 y 1,3 puntos en 1997 y revelando una mejora en la distribución del gasto, en este año, en todos los casos.

---

14 Estas tres encuestas están clasificadas por hogares según nivel de gasto pagado; las dos primeras no incluyen el alquiler imputado. La encuesta de 1996-97 contabiliza el gasto adquirido a diferencia del pagado, y contiene información desagregada sobre alquiler imputado.

**Cuadro IX.4**  
 Gran Santiago: Distribución del gasto y del ingreso de los hogares, por quintiles, 1987-88 y 1996-97  
 (porcentajes)

Criterio de orden	DISTRIBUCIÓN DEL GASTO						DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO					
	Sin arrendo imputado			Con arrendo imputado			Sin arrendo imputado			Con arrendo imputado		
	Gasto por hogar	per cápita	Ingreso por hogar	per cápita	Gasto por hogar	per cápita	Ingreso por hogar	per cápita	Gasto por hogar	per cápita	Ingreso por hogar	per cápita
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
I	4,3	5,9	6,5	7,7	4,9	6,4	6,3	7,6	3,1	4,0	3,8	4,8
II	8,2	9,6	9,0	10,7	8,6	10,2	9,3	10,8	6,4	7,9	7,0	8,6
III	12,6	13,5	13,2	13,5	12,8	13,6	13,2	13,9	10,6	11,2	11,1	11,8
IV	20,2	19,9	20,3	19,8	20,1	19,8	20,0	19,4	18,4	18,3	18,6	18,6
V	54,8	51,2	51,0	48,4	53,6	50,0	51,1	48,4	61,6	58,6	59,5	56,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
GINI (1)	0,45	0,40	0,40	0,36	0,44	0,39	0,40	0,36	0,52	0,48	0,49	0,45
QVAQI (1)	12,64	8,70	7,88	6,30	11,03	7,81	8,14	6,34	19,73	14,50	15,78	11,82
I	3,9	5,4	6,4	8,3	5,1	6,7	6,7	8,8	3,8	5,2	4,8	6,3
II	7,9	9,1	10,2	11,6	8,9	10,4	10,6	12,3	7,7	8,8	8,5	10,0
III	12,4	13,4	13,6	14,1	13,1	14,2	14,0	14,7	11,9	12,7	12,5	13,6
IV	20,1	20,9	20,2	20,2	20,2	20,4	20,4	19,9	19,5	19,7	19,7	19,5
V	55,6	51,2	49,5	45,9	52,8	48,4	48,2	44,3	57,1	53,6	54,5	50,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
GINI (2)	0,46	0,41	0,39	0,34	0,43	0,37	0,37	0,31	0,47	0,43	0,44	0,39
QVAQI (2)	14,15	9,54	7,77	5,55	10,44	7,27	7,17	5,03	15,02	10,36	11,43	8,00
Razón (2)/(1)	1,02	1,03	0,96	0,93	0,98	0,97	0,92	0,87	0,92	0,90	0,90	0,87
GINI	1,12	1,10	0,99	0,88	0,95	0,93	0,88	0,79	0,76	0,71	0,72	0,68

Fuente: CEPAL, sobre la base de tabulaciones especiales de la IV y V Encuesta de Presupuestos Familiares. Adaptado de Feres (2001).

Las últimas cuatro columnas del cuadro IX.4 comparan la distribución del ingreso. Ellas muestran una mejora significativa en 1997, cuando el quintil más pobre eleva su participación entre 0,7 y 1,5 puntos del PIB y el GINI mejora entre 8 a 13% respecto de la encuesta anterior (ver las dos líneas inferiores del cuadro); esta mejora es más pronunciada cuando se corrige por arriendo imputado para ambos criterios de ordenación de los quintiles.

En forma implícita, el cuadro IX.4 revela que la variable demográfica ha experimentado un cambio significativo que afecta las mediciones de desigualdad. Conscientes de las limitaciones propias de operar con datos per capita (sería más correcto trabajar con «adulto equivalente»; véase la nota de pie 4), éstos resultan más precisos que los datos por hogar pues un “hogar representativo” de 1988 no es necesariamente comparable con otro de 1997, aunque sea del mismo quintil. En efecto, el número promedio de miembros de los hogares se redujo, entre 1988 y 1997, en 6% (de 4,09 a 3,84); en los hogares del quintil I se redujo, en general, en mayor proporción que en el quintil V. Ello se traduce en que la desigualdad presenta una mejora más pronunciada al ordenar los quintiles por habitante que al hacerlo por hogares.

En síntesis, el conjunto de antecedentes de las EPF de 1988 y 1997 muestra, por una parte, que es necesario ser muy cuidadosos al analizar la distribución del ingreso pues las mismas encuestas procesadas con distintos criterios pueden mostrar resultados muy diferentes<sup>15</sup>. Por otra parte, se puede concluir que la EPF muestra una reducción en la concentración del gasto en los noventa, luego de corregir por arriendo imputado, y señala una clara mejoría en la distribución del ingreso, robusta ante diversos criterios de procesamiento de la información<sup>16</sup>.

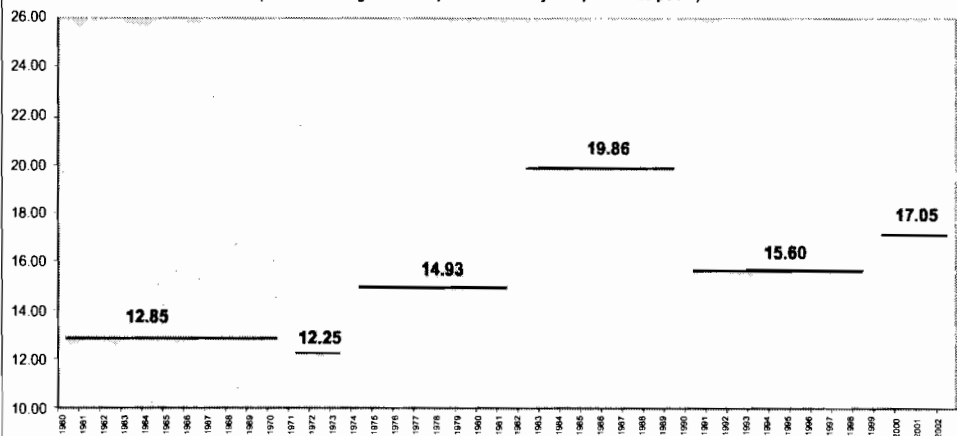
---

15 Por ejemplo, el GINI computado según diferentes criterios de ordenamiento y desagregación varía hasta en nueve puntos (Feres, 2001).

16 La comparación de los ingresos con el gasto de la misma encuesta de 1997 muestra endeudamiento en los deciles 1 a 7 y ahorro en los deciles 8 a 10 (INE, 1999). Ello indica que, como es previsible, el ingreso es mucho más concentrado que el gasto.

La información de ingresos de la encuesta de empleo de la Universidad de Chile, para el Gran Santiago, entrega antecedentes comparables en el tiempo y consistentes con los de las EPF del INE (véase el gráfico IX.2). El coeficiente quintil V/quintil I de los ingresos indica una mejoría significativa en los noventa (promedio de 15,6 en 1990-98 y 17,1 en 1999-2002) respecto de los ochenta (promedio de 19,9 en 1982-89). Sin embargo, a pesar de la mejoría neta después de los ochenta, la distribución del ingreso es peor que en los setenta (14,9 en 1974-81) y es significativamente más concentrada que en los sesenta (12,9).<sup>17</sup>

**Gráfico IX.2**  
**Distribución del ingreso per cápita por hogar, 1960-2002**  
 (razón entre Ingresos del quintil más rico y del quintil más pobre)



Fuente: Basado en datos de la Encuesta de Empleo de la Universidad de Chile para el Gran Santiago, procesados por Larrañaga (2001) y actualizaciones.

17 Las cifras, actualizadas a 2002, corresponden a una clasificación según los ingresos per capita del hogar (Larrañaga, 2001). Ruiz-Tagle V. (1999) también entrega datos de ingreso total familiar, e ingreso per capita ajustado por economías de escala y por adulto equivalente (véase asimismo Banco Mundial, 1997). El ranking para los promedios de los subperíodos en que hemos agrupado la información es similar en las tres clasificaciones. Los resultados son también similares si se usa el coeficiente GINI. No obstante, hay mucho "ruido" en las observaciones anuales. Asimismo, tal como en la EPF, hay fuertes diferencias en los niveles de los coeficientes según el criterio de ordenación de los antecedentes. Agradezco a Osvaldo Larrañaga el acceso a su información desagregada por año.

Con las advertencias previas, se puede afirmar que, a pesar del retroceso experimentado por la distribución del ingreso en 1999-2002, se habría recuperado el deterioro de los ochenta. No obstante, el fuerte retroceso constatado en los setenta seguiría totalmente vigente.

Hasta 1992-94, la mayoría de los indicadores evidenciaba una mejoría respecto de los ochenta. El indicador más conocido, la encuesta CASEN, señala un aumento de la participación en el ingreso monetario del quintil más pobre de los hogares entre 1987 y 1992, y una disminución de los ingresos del quintil más rico. Sin embargo, a partir de allí las cifras basadas en esta encuesta muestran un estancamiento, e incluso algún retroceso. No obstante, aun en 1996 la información con alquiler imputado, tanto la original como la ajustada, ordenada según ingreso por hogar y según ingreso per cápita, registra siempre una mejora del 40% más pobre de los hogares (y, en la mayoría de los casos, del quintil I) y una caída de la participación del quintil más rico, mientras el coeficiente Gini había mejorado en todos los casos en comparación con 1987 (véase Feres, 2001). En 1998, un año en que se inicia el actual ajuste recesivo, —ya evidente en el mes de noviembre, en que se efectuó la encuesta— se observa un deterioro distributivo en algunos indicadores respecto de la encuesta de 1996, el cual se mantiene en la encuesta del 2000. No obstante, estos cambios son de escasa significación estadística.

La inflexión distributiva durante el curso de los noventa también se verifica en la encuesta de empleo de la Universidad de Chile para Santiago, con deterioros parciales en 1994 y 1996-97, luego de importantes mejoramientos en la primera parte de los años noventa. Así, las mejoras distributivas se concentraron en los primeros años, cuando se realizaron las mencionadas *reformas a las reformas*; ellas le insertaron una dosis de equidad a la herencia neoliberal regresiva. En el segundo quinquenio las mejoras salariales se moderaron (un alza anual promedio de 3,1% en 1996-98 y 1,9% en 1999-2002 comparado con 4,9% en 1991-95) y el empleo alcanzó a ex-

haber algún deterioro ya en 1998, que se intensificó en 1999-2002.<sup>18</sup>

Finalmente, debe tenerse presente que hubo un significativo aumento de la inversión en la gente en los noventa. Es evidente que sus efectos tardan en sentirse. Por ello, es interesante observar qué acontece con la distribución si a los ingresos monetarios se le imputan los servicios gratuitos que entrega el Estado y cuyos frutos emergen a largo plazo. Como se aprecia en el cuadro IX.1, se ha producido un aumento sustancial en el gasto público per cápita entregado a través de la provisión de servicios como la educación y la salud, dirigidos esencialmente a los quintiles más pobres. La distribución del ingreso mejora considerablemente si se corrige por estos aportes no monetarios, haciendo bajar la diferencia entre el quintil más rico y el más pobre desde 15,5 veces a 8,5 según la CASEN 98. Como el gasto social se elevó en los noventa y se procuró mejorar su focalización, su contribución a la reducción de la desigualdad se acentuó. Ello se constata en antecedentes elaborados por Bravo y Contreras (1999, cuadro 7): en 1990 la entrega pública de ingresos monetarios más bienes y servicios al quintil I representaba un complemento de 49% del ingreso neto per capita, lo que se había elevado a 59% en 1994 y a 75% en 1996; estas cifras reflejan la importancia de la entrega gratuita de salud y educación. Es evidente que se requiere que el mayor gasto social esté asociado a un aumento del volumen de servicios y/o una mejor calidad de ellos, y no sólo a un mayor gasto<sup>19</sup>. De allí la

18 En contraposición, hubo mejoras sustanciales en pensiones y salario mínimo en 1998-2000, recogiendo la creciente toma de conciencia del problema distributivo, pero también la expectativa de que la inversión y el PIB seguirían creciendo alrededor de 7% anual. El alza efectiva del PIB fue en promedio inferior a 3% en el trienio y la tasa de inversión decreció 4% por año, lo que dejó una huella regresiva persistente en el mercado laboral.

19 Es preciso tener en consideración el hecho que parte significativa del aumento del gasto social, en los noventa, correspondió a reajustes de las remuneraciones de profesores y personal del Sistema Nacional de Salud. En 1990 las remuneraciones estaban extremadamente desalineadas con el mercado y bajo el mínimo requerido para un funcionamiento más eficiente. Desafortunadamente, luego del deterioro de la calidad de los servicios durante el régimen de Pinochet, asociado a la caída de las remuneraciones y del *status* social de la función, la recuperación de los ingresos no es seguida automáticamente por una recuperación de la calidad.

necesidad de exigencias efectivas de productividad y mejor servicio a los beneficiarios, en lo que se requiere un esfuerzo notablemente mayor del Estado nacional.

Al inicio de este capítulo y en el capítulo I señalábamos la insatisfacción con la desigualdad existente hacia 1970. En la actualidad, aun cuando haya mejorado la distribución del ingreso en los noventa, los antecedentes disponibles indican que sería aun peor que en aquella época. Esta es una base para una mayor insatisfacción, y para fortalecer la acción y su eficacia.

## 2. FACTORES QUE DETERMINAN LA POBREZA Y LA CONCENTRACIÓN

El debate sobre qué variables determinan la pobreza, la distribución y su evolución se reactivó en los años recientes (véase Fundación Nacional para Superación de la Pobreza, 1999; Agosin, 2000; MIDEPLAN, 2002a). Por otro lado, hay interpretaciones y propuestas de política basadas en los antecedentes que proveen las mismas encuestas. Aquí resumiremos cinco variables con fuerte incidencia en la evolución de la pobreza y la distribución. Evidentemente, ellas están interrelacionadas, y a su vez son resultado de las estructuras socioeconómicas y de las políticas públicas. Las dos primeras son de carácter estructural y surten efectos a largo plazo. Las tres siguientes — desocupación y nivel de empleo, el gasto social y el entorno macroeconómico— inciden tanto en la estructura como en la coyuntura.

Primero, el nivel de ingresos está relacionado muy positivamente con los años de escolaridad. No obstante, hay dos calificaciones a esta relación, que tienen profundas implicancias para la política pública en esta área específica. Por una parte, la calidad de la educación y la adecuación de la oferta a la demanda por capacidades son claves (Bravo y Contreras, 1999; Larrañaga, 2001). Lo ilustra el hecho de que, si bien el trabajador medio tenía 3,5 años más de escolaridad en 1992 que en 1970 (Hofman, 1999), la remuneración promedio era similar, después de estar deprimida en los años intermedios<sup>20</sup>. Por otra

parte, la escolaridad se mide basándose en los años de educación regular, sin considerar la capacitación durante la vida laboral. La capacitación es esencial para poder fortalecer la productividad de los trabajadores con escolaridad baja o de una calidad disfuncional para la actual demanda por trabajo. Así se podrá compensar, en parte, la tendencia internacional hacia mayor desigualdad salarial, principalmente asociada al sesgo del cambio tecnológico y a las diferencias educacionales (Beyer, 1997; Bravo y Marinovic, 1998; Larrañaga, 2001).

Segundo, el aumento de la participación de la mujer en la fuerza laboral es un factor muy determinante en la reducción de la pobreza familiar entre 1992 y 2002. Según el Censo de 1992 el 28% de los ocupados corresponde a mujeres; este porcentaje subió a 38% en 2002. Datos elaborados por Beyer (1997), sobre la base de la CASEN 1994 y el Censo de Población de 1992, muestran que en el quintil de hogares más pobres, sólo un quinto de las mujeres forma parte de la fuerza laboral; en el quintil V, o más rico, lo hace la mitad de las mujeres;<sup>21</sup> 57% de las mujeres con 13 o más años de educación participa en la fuerza laboral, en tanto que menos de 14% de las con 3 o menos años de escolaridad aparece como activa. La participación laboral de la mujer es determinante del porcentaje de miembros del hogar remunerados; éstos son 22% en el quintil inferior y 51% en el superior, con una progresión casi lineal en los tramos intermedios. Mejorar las oportunidades (mayor y mejor educación y capacitación) y facilidades para el trabajo de las mujeres de menores ingresos (tales como salas cuna), así como la eliminación de las brechas salariales entre hombres y mujeres con igual nivel de calificación, son elementos decisivos para aumentar la equidad.

---

20 El Censo 2002 muestra el persistente cambio en indicadores de escolaridad. La población de 20 a 29 años aumentó de 10,4 a 11,4 sus años de estudios aprobados entre 1992 y 2002, y la brecha entre zonas urbanas y rurales se redujo de 2,1 años a 1 año.

21 En la CASEN 2000, las cifras son 25% y 52%, respectivamente.



Tercero, el desempleo es otra variable muy influyente para la pobreza y la distribución del ingreso. De acuerdo a la encuesta CASEN la tasa de desocupación del quintil I ha sido, en promedio, 9 veces la del quintil V en 1987-2000. Además, su sensibilidad ante el ciclo económico es muy alta, incluso frente a fluctuaciones moderadas como las de los noventa. Por ejemplo, en el quintil I, la desocupación bajó 10 puntos desde un 24% en 1987 a 14% en 1992, fruto del auge económico. Con la llegada de la crisis asiática aumentó 10 puntos, de 16% en 1996 a 26% en el 2000. El desempleo también es notablemente mayor entre los jóvenes y en la población con menor escolaridad. En consecuencia, las políticas que fortalezcan la demanda por trabajo y que generen una oferta más flexible, capaz de adecuarse a los cambios tecnológicos, juegan un papel muy significativo para mejorar la distribución de oportunidades: las principales políticas estimuladoras del empleo son la estabilidad macroeconómica sostenible, la formación vigorosa de capital físico y la inversión creciente en la capacitación laboral. Un paliativo positivo de los efectos del desempleo es la cobertura progresiva del nuevo subsidio de desempleo, que en los primeros seis meses de vida (a marzo 2003) abarca al 15% de la fuerza de trabajo.

Cuarto, el gasto social tiene una incidencia progresiva, representando una proporción creciente del bienestar de los pobres en los noventa. Una fracción minoritaria son transferencias monetarias, y la gran mayoría constituyen bienes y servicios que se entregan gratuitamente o subsidiados a los más pobres.

Quinto, el entorno macroeconómico afecta la distribución del ingreso en el corto plazo a través de su impacto en las tasas de empleo. También afecta su evolución estructural por su incidencia sobre (i) la formación de capital físico y humano, (ii) la situación de las PYMEs, (iii) el valor agregado en las exportaciones no tradicionales, y (iv) la capacidad de las autoridades para concentrarse en el futuro en vez de la sobrevivencia a corto plazo.

### a) El papel de las reformas neoliberales

Las reformas económicas aplicadas en Chile en los años setenta y ochenta tuvieron repercusiones notables en el campo social. El cambio de las condiciones estructurales, que significó un giro desde una economía con fuerte presencia estatal a una liderada por la libre acción de los mercados, implicó muchas alteraciones en la distribución del bienestar de la población. Por una parte, hubo fuertes efectos directos negativos sobre diversos indicadores sociales, producto del paso de un modelo que consideraba a la distribución del ingreso y la lucha contra la pobreza como objetivos de primer orden, a uno que concentró sus metas en la neutralidad de sus políticas (véase el cuadro IX.1). Por otra, la aplicación extrema de los principios neoliberales y la omisión de consideraciones sobre la heterogeneidad de los agentes, la segmentación y fallas de los mercados, se tradujeron en costosos procesos de ajuste y severas recesiones, en un marco caracterizado por una escasa inversión productiva y un alto desempleo (véanse el cap. I; y Ffrench-Davis, 1999, cap. I). Así, estas políticas tuvieron un impacto negativo indirecto sobre una población desprotegida. Por esto, no resulta extraño el evidente empeoramiento de la distribución del ingreso y los altos niveles de pobreza que predominaron durante el gobierno de Pinochet.

Una reforma sustancial se ubicó en el campo fiscal. En 1975 se realizó una reforma impositiva, que incluyó la eliminación de gravámenes sobre la riqueza y las ganancias de capital y una reducción notable de la carga tributaria sobre las utilidades. Por otro lado, se adoptó un impuesto al valor agregado (IVA), suprimiéndose las exenciones existentes para los bienes de consumo básico.<sup>22</sup> El objetivo de estos cambios era reducir la carga impositiva y concentrarla en impuestos más “neu-

---

<sup>22</sup> Es indudable que el reemplazo de los impuestos progresivos por un IVA sin exenciones fue regresivo en sí, y además fue acompañado por caídas en el gasto social. Ello no desvirtúa la eficiencia y alto rendimiento del IVA y el hecho de que un alza de la tasa sea destinada a aumentar el gasto social hace que la combinación de ambas acciones resulte nítidamente progresiva (véase Engel et al, 1998).

trales y eficientes”, dejando en un segundo plano el criterio de progresividad.

El gasto público, como porcentaje del PIB, fue reducido en más de un cuarto con relación a fines de los sesenta, luego de haber crecido exageradamente en 1972-73. Hubo una dramática caída de la inversión pública, que disminuyó en más de la mitad como porcentaje del PIB entre 1970 y 1979. También cayó el apoyo público a actividades productivas privadas, en subsidios y provisión de infraestructura. El gasto social aumentó su participación dentro del gasto público total, aunque, como ya se documentó, el gasto público per cápita en 1981 era inferior al registrado en 1970, con una reducción de 8% en educación, 25% en salud y 30% en vivienda, (Ffrench-Davis y Raczynski, 1990). La caída persistió hasta 1990.

A mediados de los setenta, se produjo también la privatización de gran parte de los medios de producción poseídos por el Estado. El proceso fue conducido en medio de una recesión intensa y tasas de interés internas extremadamente altas. Por este motivo, pocos grupos, dentro del sector privado, tuvieron acceso a su compra, en particular aquellos con mayor disponibilidad de créditos externos, reforzándose así los privilegios de una minoría y la concentración de la propiedad (véanse caps. II y V; Dahse, 1979; y Monckeberg, 2001).

Ya hemos analizado en el capítulo V que las reformas del mercado financiero, lejos de fortalecer la inversión productiva, se caracterizaron por tasas de interés reales muy altas, gran actividad financiera, con débil contribución a la generación de nueva capacidad productiva y con un desplazamiento del ahorro interno por el externo. Los flujos crecientes de capitales financieros encaminaron a la economía por una senda de gasto insostenible que condujo a la intensa crisis de 1982. El estado debió intervenir el sistema financiero para evitar su colapso; el costo de los subsidios resultantes implicó una redistribución marcadamente regresiva, que estuvo asociada a la reducción del gasto social y de la inversión pública en los ochenta, y contri-

buyó a prolongar la profunda recesión de los años posteriores a la crisis (véase la sección 2c). Recuérdese que recién durante 1988 se recuperó el PIB por habitante de 1981.

La legislación laboral experimentó también grandes cambios que impactaron negativamente a los trabajadores: el nivel y la cobertura del salario mínimo fueron reducidos, se facilitó el despido de trabajadores junto con la eliminación de los juzgados del trabajo (restablecidos en 1986). Los sindicatos fueron suspendidos en septiembre de 1973; más tarde, en 1979, fueron autorizados nuevamente, pero con atribuciones limitadas que impedían la negociación colectiva con sindicatos de otras empresas, restringían los derechos de los líderes sindicales y estimulaban la segmentación sindical (Campero y Valenzuela, 1981; Cortázar, 1983; Mizala y Romaguera, 2001). Junto con la represión política y la depresión económica, la legislación fue efectiva en reducir el poder de las organizaciones sociales y sus posibilidades para defender sus derechos. Estos factores institucionales aparecen como una causa importante de la informalización y del deterioro de la distribución del ingreso que caracterizaron los años de la dictadura (Bravo y Marinovic, 1998).

En los inicios de los ochenta, se pusieron en marcha profundas reformas en la arquitectura de la seguridad social, abarcando a los sistemas de salud y de pensiones. Las respectivas reformas estructurales tuvieron un impacto fuerte sobre el presupuesto fiscal, con evidentes efectos distributivos en el momento de la activación de las reformas.

Los cambios estructurales en la salud culminaron en la conformación de un sistema dual, con una parte pública que actúa mediante un Fondo Nacional de Salud (FONASA), y una parte privada, conformada por una red de instituciones de salud previsual (ISAPRE) que compiten entre sí, funcionando como compañías aseguradoras. La salud se financia, en parte importante, con un impuesto a las remuneraciones. La reforma implicó inicialmente que 11% de los beneficiarios se trasladase al

nuevo sistema de ISAPRE con 48% del rendimiento de la cotización de salud (Titelman, 2001). Al margen de cuál sea la calidad de la reforma, ese impacto fue evidentemente una “focalización” regresiva, y estuvo asociado a la profundización de la crisis del sistema público de salud. En efecto, aun cuando el sistema de ISAPRE había alcanzado su máxima cobertura a mediados de los noventa, con 26% de la población, dentro de los 4 quintiles más pobres primaba, en cobertura, el sistema de salud público, mientras que sólo en el quintil más rico las ISAPRE cubrían una proporción mayor que el FONASA.<sup>23</sup>

Del mismo modo, en 1981 iniciaron su actividad las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) privadas, en lo que marcó el tránsito desde un sistema de reparto (que siguió existiendo para un grupo decreciente) a uno de capitalización individual. Aquí, hubo diversas consecuencias distributivas. La reducción de jubilaciones prematuras en 1978 (que estaban disponibles sólo para empleados más organizados) y la sujeción de pensiones altas a aportes previos también altos fueron claramente progresivas. Por otra parte, hay tres rasgos negativos o falencias que destacamos aquí. Primero, la reforma implicó una merma de los ingresos públicos, ya que a partir de 1981 las cotizaciones se traspasaron a las AFP. Como el sector público continuó con la responsabilidad de cubrir el financiamiento de las pensiones vigentes y de los que estaban por pensionarse en los años próximos, el déficit previsional público se elevó desde 2% del PIB en 1980 a 7% en 1983-86 (Uthoff, 2001). En un período recesivo, ello tensionó más las cuentas fiscales y contribuyó a la restricción del gasto social y a la desarticulación de la inversión en capital humano. Como se aprecia en el cuadro IX.1, las caídas en el gasto social, en educación y salud, entre 1980 (antes de las

---

23 Otro punto relevante, en términos distributivos, es la discriminación de riesgo que se aplica en el sistema privado, en el sentido que la prima del seguro está relacionada con el riesgo de salud de la persona, lo que discrimina fuertemente contra la tercera edad, las mujeres jóvenes y, en general, los más necesitados de servicios de salud. Por ejemplo, es notable que si limitamos el análisis a los de 65 años o mayores, incluso en el quintil V el sector público atiende a la mayoría, un 56% (Titelman, 2001).

respectivas reformas) y 1987, fueron espectaculares. Segundo, con la reforma no se logró la captación de independientes o informales de menores ingresos. En tanto que 60% de la fuerza laboral cotizaba activamente en la seguridad social en 1974 (79% estaba afiliado), en 1988 ese porcentaje alcanzaba sólo a 55%; entre ambos años, la tasa había caído espectacularmente, situándose en 40% en 1982 (Arellano, 1989). Tercero, otra implicancia distributiva significativa es la concentración de poder en los dueños de las AFP, quienes, al adquirir acciones con los fondos de los trabajadores, pasan a participar en la designación de los directorios de las empresas, sin ninguna voz para los dueños de los fondos.

Por último, las reformas del comercio exterior, impulsadas desde mediados de los setenta, aparecen como un agente clave en la explicación de la evolución factorial del ingreso. Por una parte, significaron un gran impacto en la estructura productiva nacional (véase el capítulo III), lo que se tradujo en una apreciable disminución del empleo en algunos sectores (particularmente intensa en la industria) acompañada de un dinamismo menor en los sectores en expansión (Valdés, 1992). El efecto fue reforzado por la apreciación cambiaria en 1979-82 y por el sesgo procíclico de las políticas macroeconómicas.

Con la apertura comercial, se ha registrado un marcado aumento de la rentabilidad de la educación superior que, como ya se señaló, afectó la distribución de los ingresos salariales premiando a la mano de obra calificada. Este cambio de precios relativos luego de las reformas radica en un menor requerimiento de trabajadores no calificados, acelerado por la abrupta liberalización de importaciones en los setenta, junto a una baja tasa de inversión en ese decenio y en los ochenta. Por otro lado, la tendencia a una creciente brecha salarial obedecería, parcialmente, a un contexto de creciente demanda por trabajadores calificados, de naturaleza predominantemente exógena (originada en el sesgo del cambio tecnológico y transmitida por la creciente conexión comercial con el resto del mundo, que también suele exhibir mayor desigualdad salarial), y una composi-

ción inflexible de la oferta de trabajo<sup>24</sup>. Al mismo tiempo, la estructura de la expansión productiva de los ochenta fue encabezada por un sector exportador intensivo en recursos naturales con baja contratación de trabajo no calificado, lo que mantuvo deprimida la demanda por este grupo, acentuando la desigual distribución salarial.<sup>25</sup> En los noventa, el vigor de la expansión exportadora fue acompañado de un crecimiento de 6,5% del resto de la economía, que contrasta con el 1,7% en 1982-89 (véase el cap. VIII).

Las condiciones de concentración de las oportunidades de inversión en capital humano, con sólo una minoría de la fuerza de trabajo que logra superar los 12 años de escolaridad, un esfuerzo de capacitación laboral débil y un sistema de educación superior cuya regresividad se acentuó con la disminución de los aportes fiscales a las Universidades en los ochenta y la pérdida de importancia de los centros públicos en relación con los privados, han actuado como un mecanismo de reproducción intergeneracional de inequidades históricas.

## b) Factores estructurales

Las tendencias regresivas de los años ochenta no fueron exclusivas de Chile. En general, la distribución del ingreso se deterioró, los salarios reales decrecieron, y el nivel y calidad del empleo disminuyeron en América Latina. Algo similar sucedió en Estados Unidos y Gran Bretaña en ese decenio, donde el cociente entre el quintil más rico y el más pobre se elevó. En Estados

---

24 La capacitación laboral puede contribuir significativamente a flexibilizar la oferta de trabajo. Hubo avances en este último campo durante los años noventa. El porcentaje de la fuerza de trabajo capacitada mediante la franquicia tributaria SENCE aumentó desde un 4% en 1990, a un 14% en el 2002. Sin embargo, hacia 1998 sólo un 20% de las empresas hacía uso pleno de este beneficio y la distribución de su gasto era notoriamente regresiva (Benavente y Crespi, 1998).

25 Chile, como los demás países de América Latina, posee ventajas comparativas en la producción de bienes intensivos en recursos naturales. Su aprovechamiento con medios poco intensivos en mano de obra, implicaría un empeoramiento en la distribución del ingreso, al contrario de lo que ocurriría en otros países en desarrollo concentrados en la elaboración de bienes intensivos en trabajo, como los asiáticos (Fischer, 1991).

Unidos, el ingreso familiar de los pobres se redujo, en tanto que el del 10% más rico mejoró significativamente en este decenio (Krugman, 1990).

La distribución del ingreso y la pobreza son determinadas, en una proporción decisiva, en el proceso productivo mismo.<sup>26</sup> De allí la gran importancia de operar una transformación productiva con equidad. Para ello, es esencial tener crecimiento. Es evidente que la disyuntiva no es crecimiento o equidad. No se trata sencillamente de escoger el crecimiento, pues no es fácil lograrlo de manera sostenible. Chile sólo lo ha logrado en períodos excepcionales; uno de ellos corresponde a 1990-98. Por lo tanto, el punto neurálgico es identificar los determinantes del crecimiento económico sostenible. Es evidente que en la actual etapa de desarrollo de Chile hay complementariedades claves entre las fuentes del crecimiento y la equidad; entre los equilibrios macroeconómicos y los macrosociales.

La generación de empleos productivos es el canal principal a través del cual se transmite el progreso económico y social. Esto depende de la oferta y la demanda, nos guste o no; pero ambas son afectadas por las políticas públicas.

Para que haya demanda, es imprescindible que la inversión productiva sea elevada; mucho más de lo que se invirtió durante el régimen neoliberal. Así se hace posible un mayor crecimiento con mayor generación de empleo y mejores remuneraciones. Detrás del hecho que las remuneraciones promedio de 1989 fueran todavía menores que en 1970, está la baja tasa de inversión registrada en los años setenta y ochenta. Del mismo modo, la elevada inversión observada entre 1992 y 1998 contribuye a explicar la mejora sostenida, aunque insuficiente, de las remuneraciones durante los dos gobiernos democráticos.

---

26 La desigualdad está determinada también por un factor demográfico, como es el número de trabajadores por hogar. En tal sentido, la persistencia de mayores tasas de fecundidad en los sectores de menores recursos, y una relativa menor incorporación de la mujer de los estratos bajos al mercado laboral, refuerzan la tendencia regresiva en la distribución del ingreso.



Pero no basta con la inversión física. Se requiere también aumentar el capital humano, invertir en la gente. Esto se torna aún más necesario en la actualidad, dada la dinámica de la innovación y el progreso tecnológico (aspecto que se discute luego en la subsección 2d). La inversión en la gente, en su calidad de factor productivo, es uno de los dos componentes del gasto social. Pero aún más importante es que los gastos de inversión en la gente –en particular, la educación permanente y la salud– capacitan a las personas para insertarse mejor en el mercado y contribuyen a interrumpir la reproducción de la pobreza: hijos de pobres condenados a ser pobres. Mejor nutrición, más educación y de calidad creciente, capacitación durante la vida laboral, involucran una oferta más flexible, que permite ajustarse más eficazmente a los requerimientos de la demanda, en un entorno de globalización.

El otro componente es el gasto permanente redistributivo, dirigido a compensar a los perdedores en la modernización que no pueden reinsertarse en el mercado, o a los que ya terminaron su vida laboral y tienen pensiones muy bajas o simplemente no las tienen.

### **c) La innovación tecnológica**

Las últimas dos décadas han sido de gran innovación tecnológica en el mundo, especialmente notable en ámbitos como las comunicaciones, la informática y la electrónica. Indudablemente, estas innovaciones han permitido aumentar la productividad. Sin embargo, paradójicamente, el mundo está creciendo con más lentitud. La tasa de expansión promedio ha bajado de 4% anual en 1965-80 a 2,7% en 1981-2002.

Esto de ninguna manera significa que el progreso tecnológico no haya sido funcional al crecimiento, sino que los factores productivos (capital, trabajo, tecnología) no se pueden combinar en forma arbitraria. Hay requisitos de calidad y proporción. Por una parte, la innovación tecnológica no se puede incorporar en forma significativa por sí sola. Mucho de ella es “tecnología

incorporada” en los equipos y maquinarias y en la capacidad de la gente. Entonces, se necesita una mayor inversión productiva, física y humana, para incorporar el desarrollo tecnológico y mejorar así la productividad total de factores del país.

Por otro lado, una elevada tasa de progreso técnico requiere de una mano de obra flexible y crecientemente calificada para evitar un “desempleo tecnológico” excesivo, donde la dinámica de los procesos innovativos desplaza a los trabajadores que no pueden adaptarse a las exigencias de las nuevas tecnologías. Para contrapesar la creciente brecha salarial es indispensable aumentar la inversión física y en la gente. Una alta inversión permite compensar los efectos de las tecnologías ahorradoras de mano de obra y facilitar los procesos de reestructuración. Otro aspecto crucial es la recalificación de la mano de obra y un mayor entrenamiento de los trabajadores durante toda su vida laboral. De allí la importancia de la reforma educacional, y también de redoblar los esfuerzos de capacitación laboral.

Sin embargo, la tendencia mundial reciente es de reducción de la inversión y el ahorro (Schmidt-Hebbel y Servén, 1999). Este fenómeno está muy relacionado con la naturaleza de las innovaciones en los mercados de capitales, que han aumentado de manera vertiginosa la velocidad con que los capitales especulativos pueden trasladarse de un país a otro; ello provoca un deterioro de la eficacia de las políticas macroeconómicas, con fuerte inestabilidad cambiaria, de tasas de interés y de actividad económica.

Así, se observa una tendencia declinante en la inversión productiva mundial, junto con un aumento espectacular de los flujos de capitales internacionales. La contradicción se debe a que una proporción mayoritaria de estos recursos no se vincula a la inversión productiva, sino que tiene un carácter meramente especulativo. Estos movimientos son guiados por las expectativas sobre diferencias en las tasas de interés, los tipos de cambio y las cotizaciones de bolsa de los distintos países. Hay demasiada inestabilidad de la macroeconomía real y demasiados agentes dedicados a realizar ganancias de capital, y no de productividad,

causando debilitamiento de la inversión productiva y del crecimiento económico.

#### **d) Estabilidad macroeconómica, inversión y distribución**

La estabilidad integral -lo que llamamos macroeconomía real- es un elemento esencial para la equidad del crecimiento económico. Si se examina lo que pasó con los salarios y el empleo en los períodos recesivos en el último cuarto de siglo, se observa que en todos ellos los ingresos laborales declinaron más que proporcionalmente y aumentó la informalidad. Dado que en los procesos de ajuste normalmente se produce este “sobreajuste” en los sectores de menores ingresos y entre los asalariados (con el consiguiente retroceso distributivo), es claro que se debe hacer un esfuerzo por remover los factores de inestabilidad e inseguridad (PNUD, 1998; Rodrik, 2001).

La definición de estabilidad es clave. La estabilidad de precios es muy importante pero sólo constituye un ingrediente de la estabilidad integral, basada principalmente en el comportamiento de la economía *real*. Esta estabilidad implica utilizar la capacidad productiva (PIB potencial), en un marco de precios macroeconómicos *correctos* (véase Ffrench-Davis, 1999, caps. I y VI).

Esta conclusión se refuerza cuando se observa el desempeño de la inversión, ya que la inestabilidad también representa un desincentivo para ella. Cuando se tienen firmas produciendo a marcha lenta y cuando hay tierras de cultivo subutilizadas, es obvio que se reducen los incentivos del mercado a invertir en la creación de nueva capacidad productiva (Ffrench-Davis y Reisen, 1998; Agosin, 1998; Schmidt-Hebbel, Servén y Solimano, 1996). La evidencia empírica muestra que una de las tendencias habituales en los procesos de ajuste recesivo es que caiga la inversión: si la demanda agregada se está ajustando hacia abajo, hay capacidad instalada subutilizada; entonces, el inversionista potencial se pregunta ¿para qué seguir creando capacidad productiva? Puesto que la formación de capital no resulta prioritaria en una visión cortoplacista, habitualmente también se reduce la

inversión pública y ello tiende a desalentar adicionalmente la inversión privada.<sup>27</sup>

Con ello se afecta negativamente el nexo entre el presente y el futuro; el vínculo se fortalece con el incremento de la inversión y de la productividad.

Hay dos conceptos de productividad. Uno se refiere a cuánto se incrementa o se reduce la producción de un determinado conjunto de recursos porque varía su tasa de utilización. Cuando en el curso de un ciclo económico el producto cae bruscamente en 14% —como ocurrió en Chile en 1982— la contracción, en realidad, no se debe a destrucción instantánea del PIB potencial, sino que a una caída de la tasa de utilización de los recursos. En un contexto de inestabilidad, la productividad efectiva indica que en 1982 el mismo trabajo y el mismo capital existente pasaron a producir 14% menos que en 1981. Pero éstas son productividades que se recuperan reutilizando lo existente, cuando la etapa recesiva del ciclo es sucedida por la expansiva, aun cuando el volumen de recursos y la productividad potencial no registren cambios. El otro concepto de productividad alude a los esfuerzos de innovación, a una nueva combinación de recursos productivos y a mejoras en su calidad. Este segundo concepto de productividad es un determinante del crecimiento en el largo plazo. Es común que las investigaciones confundan estos dos conceptos (véanse artículos de diversos autores en Morandé y Vergara, 1997).

Las economías con grandes altibajos tienden a desincentivar la difusión de la innovación tecnológica, porque la inestabilidad genera grandes pérdidas y también grandes oportunidades de beneficio fácil. Son períodos en los cuales, en general, las ga-

---

<sup>27</sup> Se tiende a producir, además, una manifiesta insuficiencia de la inversión de empresas pequeñas y medianas nacionales. La corrección de este desequilibrio es lenta, es dificultada por los procesos de ajuste recesivo, pues el alza de tasas de interés por sobre niveles "normales" y la restricción de la demanda interna las afectan más intensamente que a las empresas grandes, que son más diversificadas y que pueden conseguir financiamiento con mayor facilidad.

nancias se logran a costa de las pérdidas de otros (en un juego de suma cero o negativa). Si un empresario tiene periódicamente la oportunidad de ganar 10 ó 20% del capital invertido en una operación de corto plazo, es obvio que estará menos preocupado de mejorar, por la vía de complejas innovaciones tecnológicas, la productividad de su empresa al ritmo de 2 ó de 3% por año. Durante los ciclos económicos fuertes se abren grandes oportunidades de generar ganancias desproporcionadas como resultado de cambios bruscos en los precios relativos, tanto de productos como de activos, sin necesidad de un esfuerzo de innovación empresarial enfocado hacia el largo plazo. Ocurre, entonces, que la inestabilidad de los procesos cíclicos favorece la despreocupación por la productividad de mediano y largo plazo: ¿para qué preocuparse constantemente de ir mejorando la calidad de lo que se produce, la forma en que se produce, el diseño de los productos y la creación de nuevas líneas de producción, si parece haber oportunidades de grandes ganancias especulativas?

Evidentemente, la inestabilidad crea ambientes más propicios a la inversión especulativa que a la innovación tecnológica y a la inversión productiva.

En contextos de alta inestabilidad, como los vividos por Chile durante los años setenta y ochenta, tienden a darse otros dos fenómenos cuya repercusión sobre el conjunto de la sociedad es negativo. Por un lado, como hemos observado, prácticamente en toda América Latina se reduce en el gasto social en los ochenta. En las inflexiones cíclicas, el gasto social por habitante del sector público, en educación, en salud y en vivienda, ha tendido a "sobreajustarse", es decir, a caer proporcionalmente más que el PIB, aunque las necesidades aumentan durante los períodos de ajuste recesivo. En los noventa, con la reactivación hubo una recuperación del gasto social en los años iniciales (CEPAL, 2000), que se debilitó hacia fines del período. En las situaciones recesivas, el gasto social estructural tiende a comprimirse para dar lugar a gastos coyunturales o a reducciones del gasto total.

En segundo lugar, en estas situaciones de inestabilidad, tienden a producirse focos de pérdida en sectores productivos o financieros, y emerge la inclinación a generar subsidios del sector público para el sostenimiento de estos sectores. Tenemos a la mano el caso de la banca chilena, discutido más arriba, con un costo fiscal de 35% del PIB de un año (Sanhueza, 1999). Por lo tanto, en el curso de algunos años, el equivalente a una década del presupuesto público en educación se transfirió de unos sectores a otros para enfrentar esta crisis bancaria. La magnitud de los problemas que presentaba la banca explica la necesidad de actuar; pero, de ningún modo valida las políticas que gestaron esa crisis. Del mismo modo, no cabe duda de que esas transferencias tan cuantiosas pudieron hacerse con un impacto distributivo muy distinto. La mayor parte de las grandes transferencias de riqueza que se produjeron en los setenta y ochenta sólo fue posible en un contexto de alta inestabilidad, reforzada por la arbitrariedad e ideologismo del régimen autoritario.

Asimismo, la coyuntura macroeconómica explica altibajos de la distribución. Es interesante que tanto recesiones como auges que exceden la frontera productiva tienden a ser regresivos. El deterioro (muy moderado) de 1994 se explica en parte porque fue un año de miniajuste contractivo, pero 1996-97 fueron años de auge (con el déficit externo duplicándose respecto del primer quinquenio de los noventa; véase cap. X). A éste lo podemos interpretar como un auge no sostenible del gasto, con macroprecios (tipo de cambio, bolsas, tasa de interés) fuera de línea, liderados por un volumen de ingresos de capitales insostenible. Estos capitales habitualmente llegan en fuerte proporción a sectores de altos ingresos, incluidos los “asalariados” en esos tramos; el *chorreo* nunca es progresivo. Es interesante que el auge (espectacularmente mayor) del gasto en 1980-81 también estuvo asociado a un impacto regresivo sobre los ingresos (véase Larrañaga, 2001, gráficos 1 y 2). El deterioro sostenido en 1999-2002 está asociado a la incidencia de la brecha recesiva vigente en esos años.

### 3. REFLEXIONES FINALES

Las tendencias marcadamente regresivas de los tres quinquenios anteriores a 1990, tendieron a revertirse desde ese año en Chile, con las políticas implementadas deliberadamente por los gobiernos democráticos. Sin embargo, aunque se ha avanzado notablemente en la reducción de la pobreza e indigencia, (desde fines de los noventa) se observa un estancamiento en la reducción de la pobreza y un retroceso en la distribución del ingreso, lo que plantea grandes desafíos para las autoridades.

Los gobiernos de la Concertación impulsaron políticas de largo plazo de “inversión en la gente”, e introdujeron profundos cambios a la manera de hacer macroeconomía. Sin embargo, la fuerza de las *reformas a las reformas* en los noventa fue débil, por tres razones. Por una parte, porque los principales proyectos de los dos primeros gobiernos democráticos enfrentaron oposición en el Senado; por ello debieron negociarse, lográndose al final reformas a medias (Cortázar y Vial, 1998). Segundo, porque la institucionalidad –capacidad instalada del Estado para liderar la acción contra la pobreza y la desigualdad– estaba deteriorada o desarticulada, como en el caso de la salud y la educación públicas. Tercero, porque luego de una reforma coherente de la macroeconomía, para darle sostenibilidad a los equilibrios de la economía real (demanda agregada consistente con la capacidad productiva, tipos de cambio y tasas de interés «sostenibles», déficit externo moderado), se incurrió en contradicciones, como ser el retroceso por parte del Banco Central en la política macroeconómica en 1996-97, con el debilitamiento relativo en la regulación de los ingresos de capitales de corto plazo, el correspondiente atraso cambiario, y la consiguiente elevación del déficit externo. Esto fue seguido por un sobreajuste recesivo en 1999-2002. La sostenibilidad macroeconómica, entonces, se deterioró desde 1996 (véase el capítulo X); Chile se tornó así, nuevamente, más vulnerable, situación en que debió enfrentar la crisis asiática, con evidentes efectos regresivos sobre el empleo en 1999-2002.

Existe una evidencia abrumadora en el sentido de que los equilibrios macroeconómicos tienen una importancia crucial para el éxito de cualquier estrategia de desarrollo. El costo de perder esos equilibrios es muy elevado. Aparte de que producen la reversión de los éxitos iniciales que se puedan lograr en crecimiento y equidad, la experiencia muestra que también se producen pérdidas políticas muy costosas para los gobiernos que caen en las tentaciones populistas sean éstas de izquierda o derecha. Las formas de alcanzar equilibrios macroeconómicos pueden ser muy diversas (Ffrench-Davis, 1999, cap. VI; Ramos, 1991): pueden ser concentradoras o desconcentradoras; más cíclicas o más estables. Depende, entre otros, del peso relativo que se le otorgue a variables tales como la composición del gasto e ingreso públicos, la institucionalidad financiera y los flujos de capitales, la política cambiaria, y diversas iniciativas públicas que contribuyan a la capacidad y organización de los sectores de menores ingresos.

Entre 1990 y 1995 se concretó un cambio significativo de la política macroeconómica, como de expone en el capítulo X. Así, se evitaron grandes desequilibrios como los de 1975 y 1982-83. Por ejemplo, si se hubiese mantenido un enfoque neoliberal en la cuenta de capitales, Chile habría tenido una política pasiva frente a los ingresos de flujos especulativos, al estilo de la que aplicaron Argentina y México. En ese caso, en 1995 nuevamente habría sufrido una aguda recesión y un marcado retroceso distributivo, como sucedió en esos dos países<sup>28</sup>.

Después de 1995 se permitió una apreciación excesiva del peso y un aumento del déficit en cuenta corriente en 1996-97. ¿Por qué se produjo tal retroceso? Por una parte, proliferó en los medios financieros internacionales la idea, peligrosamente errónea, de que las crisis perdían vigencia en el mundo. Por otra parte, Chile salió inmune de la crisis de México y Argentina en 1995, lo que reforzó su imagen de fortaleza, sin entenderse que

---

28 Por ejemplo, en México, los salarios reales eran aún en el 2000, en promedio, 15% menores que en 1994.



ello se debió, en forma determinante, al cambio profundo en el manejo macroeconómico en el primer quinquenio de los noventa; un instrumento evidentemente clave fue el encaje para desalentar los flujos de capitales de corto plazo y especulativos.

Por último, metas de reducción persistente de la inflación ganaron preeminencia sobre los otros objetivos de la política económica nacional; el atraso cambiario —una revaluación real de 16% entre el promedio de 1995 y octubre de 1997— contribuyó fuertemente a la reducción de la inflación, de 8,2% en 1995 a 6,0% en 1997. Más que una política deliberada, consistió en una actitud menos activa frente al fuerte auge del flujo de capitales hacia Chile y su impacto sobre el tipo de cambio en ese bienio (véase el cap. X). Estos desequilibrios registrados en 1996-97 hicieron más vulnerable a Chile ante la crisis asiática de 1998. Ante el proceso de ajuste generalizado de la economía, que desde 1998 debió sufrir Chile, nuevamente, no obstante el esfuerzo gubernamental de persistir en el incremento del gasto social, fueron los sectores medios y de menores recursos los más perjudicados. El resultado fue un aumento del desempleo y un deterioro distributivo y un estancamiento en la reducción de la pobreza en 1999-2002.

En resumen, la mejora distributiva estructural es una tarea de largo plazo, que fue asumida, aunque con contradicciones, luego del retorno a la democracia. Pero estamos al comienzo de la tarea. Se precisa, entre otros aspectos macro y mesoeconómicos:

- i) Perfeccionar el manejo macroeconómico activo, para disminuir la vulnerabilidad de la economía ante los *shocks* externos, cuyos efectos son siempre regresivos: frente a la siguiente reanudación de flujos, que sin duda la habrá, reactivar y perfeccionar la regulación ante flujos masivos de capitales; reconstruir una política cambiaria activa que establezca las señales para el sector exportador, evitando los dos extremos de tipo de cambio fijo o totalmente libre; y establecer una política fiscal (de gastos y tributaria) sistemáticamente anticíclica.

- ii) Seguir reduciendo filtraciones (elusiones) legales y las evasiones ilegales que atentan contra la equidad tributaria. Una elusión significativa es, en general, la ausencia de mecanismos para captar la renta económica de los recursos naturales. La aplicación del pago de regalías por la explotación de recursos no renovables y sobreexplotados, aunque no es propiamente un impuesto, provee ingresos fiscales. Lo mismo sucede con la aplicación de gravámenes a «males» y actividades contaminantes.
- iii) Implementar sistemáticamente las reformas educacional y de salud, mejorando y homogeneizando su calidad; en particular, perfeccionar los programas de enseñanza y la capacitación de los docentes, con el correspondiente financiamiento.
- iv) Dar un gran salto en la cantidad, funcionalidad y eficiencia de la capacitación laboral, avanzando en la flexibilización y adaptabilidad de la oferta. Poner en marcha un ambicioso *Programa Nacional de Capacitación* es la forma progresiva de flexibilizar el mercado laboral y es crucial para crecer con equidad.
- v) Elevar sistemáticamente las oportunidades de acceso de la PYME al financiamiento interno de largo plazo, a la tecnología, a la capacitación empresarial y laboral, a mercados internos más estables, y a mercados externos más accesibles.
- vi) Reforzar el dinamismo de las exportaciones no tradicionales, con mayor valor agregado. La consolidación de los procesos de integración con diversos socios comerciales (superando los graves tropiezos actuales en América Latina), una política cambiaria activa, un ambicioso proyecto nacional de capacitación laboral y fomento productivo de las PYMEs son ingredientes esenciales para el reimpulso exportador y su vinculación más estrecha con el desarrollo nacional.

## CAPÍTULO X

### LA REGULACIÓN DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL Y EL ENCAJE\*

Hacia fines de los años ochenta, las entradas de capital privado comenzaron a retornar a América Latina (véanse Calvo *et al.* 1993; Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 1995; y Ocampo, 1994). Chile fue uno de los primeros países en atraer los nuevos flujos de capital extranjero, y uno de los que enfrentó la oferta más cuantiosa en relación con su tamaño. No cabe duda de que la reanudación de los flujos de capital, interrumpidos en los años ochenta, tuvo efectos positivos. Con ello se disminuyó la restricción dominante de divisas que afectó a la mayoría de los países durante la crisis de la deuda. Sin embargo, tanto la gran magnitud de las nuevas entradas de capital como su composición, propensa a la volatilidad, han causado problemas ante los cuales los países receptores han estado mal preparados.

En primer lugar, para que contribuyan al desarrollo de largo plazo, las entradas de capital deben conducir a un aumento significativo de la tasa de inversión, algo que, con la excepción de Chile, no ha ocurrido en la mayoría de los países de la región. Chile fue uno de los primeros países en atraer los nuevos flujos de capital extranjero, y uno de los que enfrentó la oferta más cuantiosa en relación a su tamaño. Entre las razones que explican el mayor éxito obtenido en encauzar el capital extranjero hacia la inversión están las medidas para desalentar los flujos de corto plazo y la gran participación de la inversión extranjera directa (IED)

---

\* Basado en Agosin y Ffrench-Davis (2001). Agradecemos las observaciones de Stephany Griffith-Jones, Manuel Montes, Stephen Fidler, Cristián Ossa y otros participantes en seminarios en la Universidad de Sussex, Ministerio de Hacienda de Francia, y las Naciones Unidas en Helsinki (WIDER), Nueva York (DESA) y Santiago (CEPAL).

en las entradas de capital. La experiencia chilena sugiere, en efecto, que cuando las entradas de capital adoptan la forma de IED, hay una mayor probabilidad de que la tasa de inversión productiva se eleve, que cuando el capital extranjero llega en formas más líquidas o de corto plazo.

En segundo lugar, las entradas masivas plantean dilemas difíciles para las autoridades. Sin una intervención en los mercados de divisas y en ausencia de regulaciones sobre las entradas de capital, se apreciará el tipo de cambio real, lo que es inconveniente desde el punto de vista de otros objetivos importantes; por ejemplo, fomentar el crecimiento y la diversificación de las exportaciones, lograr tasas de inversión interna elevadas, o cumplir metas respecto al déficit en cuenta corriente que sean consistentes con un volumen sostenible de entradas de capital. Por otra parte, la intervención en los mercados de divisas tiende a expandir la oferta monetaria interna y aumenta las dificultades para controlar la inflación.

Tercero, una proporción importante de los flujos a los mercados emergentes, desde el inicio de los noventa, ha consistido en capital líquido o de corto plazo. Ha habido dos componentes de las entradas de capital que tienen un carácter claramente cortoplacista, los créditos y depósitos a corto plazo, por una parte, y los flujos de cartera, por otra. En general, no se piensa en los flujos de cartera como capital de corto plazo, pero en la práctica lo son. Las inversiones de cartera pueden liquidarse prácticamente de inmediato y, por tanto, tienen plazos tan breves como el endeudamiento de corto plazo. Lo característico es que los inversionistas de cartera operen con información imperfecta, busquen la rápida apreciación del capital, y sean propensos a los efectos del contagio, ya sea en tomar posiciones o en liquidarlas. Esto ha quedado claramente de manifiesto en las crisis financieras que han golpeado primero a México (diciembre de 1994) y luego a las economías asiáticas (desde mediados de 1997) y a América Latina (desde 1998). En ambos casos, la crisis original se extendió a otros países considerados como «mercados emergentes», a medida que los inversionistas perdían la confianza no sólo en la

economía donde se había iniciado la crisis, sino también en las de otros países en desarrollo que habían recibido flujos financieros masivos. En consecuencia, las grandes entradas de cartera fueron seguidas de grandes salidas, con violentos retrocesos de las apreciaciones iniciales de los tipos de cambio y de las cotizaciones bursátiles<sup>1</sup>.

Desde mediados de los años setenta, Chile mantuvo una cuenta de capitales relativamente abierta, en especial frente a los ingresos de fondos. En cambio, las políticas de los años noventa representan un paso importante hacia un mayor pragmatismo. En síntesis, la respuesta de las políticas ante la oferta masiva de capital extranjero en los años noventa puede describirse como una tentativa de desalentar las entradas de corto plazo y mantener a la vez la apertura hacia las entradas de largo plazo. En particular, las políticas estuvieron dirigidas a incrementar el costo de las entradas de corto plazo mediante encajes no remunerados. Se trata de un instrumento que opera a través del mercado, modificando costos relativos. Las autoridades recurrieron también a la intervención esterilizadora para atenuar la apreciación del tipo de cambio real, frente a los flujos que superan la barrera de encaje, y los efectos monetarios de las operaciones cambiarias. Con el conjunto de instrumentos, se buscó proteger una estrategia de desarrollo cuyos elementos principales son el crecimiento y la diversificación de las exportaciones. En paralelo, el presupuesto fiscal permaneció superavitario hasta 1998 y la supervisión prudencial se hizo más estricta.

Las políticas fueron eficaces para lograr sus objetivos durante gran parte de los años noventa. Sin embargo, en 1996-97 esta combinación de políticas y la intensidad con que se aplicaban

---

1 Se ha observado que los nacionales de los países involucrados se comportan de forma similar que los inversionistas de cartera extranjeros cuando se les permite hacerlo. De hecho, la causa fundamental de la volatilidad del tipo de cambio y del precio de los activos parece ser la apertura de la cuenta de capitales y la facilidad para hacerse y deshacerse de activos denominados en moneda extranjera, y no sólo el comportamiento de los inversionistas extranjeros. Para un análisis sobre el caso de los inversionistas institucionales en Chile ver Ffrench-Davis y Tapia (2001a); Zahler (2003).

permanecieron invariables, pese a una nueva afluencia masiva de capitales a la mayoría de los países de la región. Esta afluencia debería haber sido objeto de mayores restricciones.

Como consecuencia de esta insuficiencia de las medidas ante el abundante ingreso de capitales durante el período 1996-97, y pese a la manifiesta intervención en los mercados de divisas, el Banco Central no pudo impedir una significativa apreciación cambiaria y el aumento peligroso del déficit en cuenta corriente. Por cierto, que esto debió haberse contrarrestado con un encaje más elevado u otras medidas equivalentes. No obstante, como paliativo, los beneficios de la regulación activa implementada en los años anteriores, habían dejado cuantiosas reservas internacionales, un saldo reducido de pasivos externos y una composición menos volátil.

Durante 1998 y 1999 se hicieron sentir los efectos contagiosos de la crisis asiática. Las grandes entradas de capital financiero que habían tenido lugar en 1996-97 cedieron el paso a las salidas de capital, el tipo de cambio nominal comenzó a depreciarse y las reservas internacionales cayeron fuertemente con el consiguiente impacto contractivo en la liquidez interna. Por primera vez en la década, en 1999 la economía exhibió una brecha significativa entre el PIB efectivo y el potencial. Como resultado, la tasa de inversión cayó abruptamente y el desempleo aumentó considerablemente. Ambas variables reflejaban el impacto recesivo aún en el 2003. Evidentemente, la magnitud de este ajuste recesivo está parcialmente vinculado al auge de 1996-97, y a la pasividad en 2000-03 para corregir ese desequilibrio de la macroeconomía real.

Por tanto, hay que reconsiderar las opciones de política para seguir mejorando la gestión de los flujos financieros y la política cambiaria en el futuro, a fin de desalentar un ingreso exagerado de ellos y proteger la economía de una volatilidad excesiva del tipo de cambio. Emerge así la necesidad de aplicar activamente un conjunto amplio e integral de políticas, con flexibilidad, que compense la intensidad de las entradas masivas cuando ellas resurjan.

El presente capítulo estudia el fenómeno de la entrada masiva de capitales a Chile en los años noventa, los criterios de políticas empleados para encararla y sus efectos sobre la economía nacional hasta el presente. En la sección 1 se describen las dimensiones y composición de las entradas de capital. En la sección 2 se examinan los criterios utilizados para hacer frente a las entradas excesivas; en la sección 3 se analizan los impactos macroeconómicos, mientras que en la sección 4 se extraen algunas lecciones de política.

### 1. FLUJOS DE CAPITAL DESDE 1990: MAGNITUDES Y COMPOSICIÓN

A partir de 1990, el retorno al régimen democrático coincide aproximadamente con el episodio de abundancia de capital extranjero hacia las economías emergentes, y la adopción en Chile de un conjunto de políticas macroeconómicas activas; en particular, la política se orientó a la regulación de los influjos de capitales. Durante este período, la capacidad productiva se expandió con vigor y la actividad económica estuvo cercana al pleno uso de su capacidad hasta 1998. Esto ha sido determinante de una elevada tasa de formación de capital, en un círculo virtuoso.

**Cuadro X.1**

Entradas netas de capitales y déficit en cuenta corriente, 1960-2002  
(porcentajes del PIB)

	Entradas netas de capitales		Déficit en cuenta corriente Precios corrientes
	Precios corrientes	Precios constantes de 1996 <sup>a</sup>	
1960-70	2,4	3,6	2,3
1971-73	1,2	1,7	2,6
1974-81	7,5	9,6	5,7
1982-89	5,5	5,3	6,1
1990-95	6,5	5,7	2,3
1996-97	6,8	7,1	4,2
1998-2002	1,6	1,5	1,7

Fuente: *Balanza de Pagos* del Banco Central de Chile, para las entradas de capitales y el déficit en cuenta corriente. Cuentas Nacionales del Banco Central y Marcel y Meller (1986) para el PIB.

<sup>a</sup> La serie en dólares corrientes se deflactó por el índice de precios externos para la economía chilena. En cuanto al denominador, el PIB a precios constantes de 1996 fue transformado a dólares de 1996 usando el tipo de cambio observado promedio de ese año.

El cuadro X.1 revela que las entradas de capital, expresadas como proporción del PIB, fueron mucho más cuantiosas en el período 1990-97 que en los años sesenta y, sorprendentemente, sólo algo mayores que durante la crisis de la deuda (1982-89). Sin embargo, debe tenerse en cuenta que el PIB chileno es ahora mucho más elevado (en términos de dólares) que en períodos anteriores. En consecuencia, en términos absolutos, las entradas de capital son de una magnitud muy superior. Es más, en 1997, las entradas totales se dispararon, llegando a niveles mucho mayores que a comienzos de la década y que representaban 8% del PIB.

A mediados de los años ochenta, y pese a la crisis de la deuda, las entradas de capitales eran relativamente voluminosas, tanto en términos nominales como en proporción del PIB<sup>2</sup>. Ello se debió a que la desaparición de los préstamos bancarios voluntarios se compensó en parte con el apoyo substancial de las instituciones financieras multilaterales (véase el cap. VI). De esta forma, los flujos públicos pasaron a ser la forma principal de recursos financieros internacionales disponibles para la economía chilena durante los años ochenta.

El capital privado extranjero empezó a retornar a Chile en 1986, vinculado al comienzo casi exclusivamente con el programa de capitalización de la deuda iniciado en el segundo semestre de 1985. Recién en 1989 otros flujos privados cobraron importancia (véase el gráfico X.1). En parte, debido al considerable subsidio al tipo de cambio implícito en el régimen de conversión de deuda que logró atraer volúmenes importantes de inversión extranjera (véase el cap. VII). En 1991 los inversionistas extranjeros dejaron de emplear el programa de conversión, sobre todo porque, dado el aumento del precio internacional de la deuda chilena, ya no resultaba rentable invertir en él. Sin embargo, la IED no vinculada con los programas de conversión siguió creciendo. Durante los no-

---

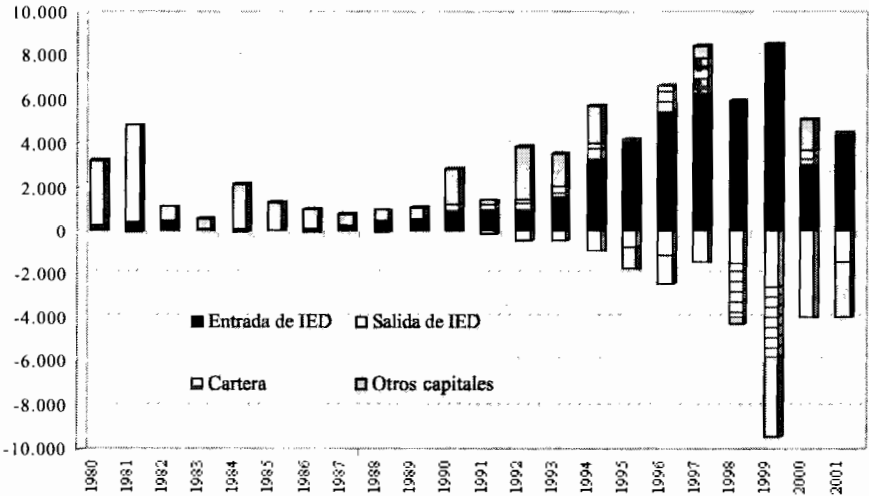
2 Esto refleja en parte los efectos de la propia crisis de la deuda, que condujo a las espectaculares devaluaciones reales del período 1982-85, con la caída consiguiente del valor en dólares del PIB chileno. Entre 1981 y 1985 el PIB en dólares corrientes cayó de US\$ 32.600 a US\$ 16.000 millones.



venta, la IED ha representado una proporción ampliamente mayoritaria de las entradas de capital a Chile.

La oferta de créditos privados de corto plazo figuró también en forma destacada en la racha de capital de los noventa, aunque en una escala mucho menor que la IED. Para que se produzca la entrada de capitales por arbitraje de tasas de interés, la tasa de interés interna tiene que sobrepasar la tasa internacional por un margen que sea más que suficiente para compensar la depreciación esperada del tipo de cambio y la prima por riesgo país. Estas condiciones prevalecieron en Chile desde fines de los años ochenta. Por una parte, en 1992 y 1993 las tasas de interés internacionales, en dólares, llegaron a niveles anormalmente bajos. Por otra, Chile es un país aún con escasez de capital productivo. Su stock es el de una economía de US\$ 5.000 por habitante apenas. Naturalmente esa escasez está asociada a una remuneración o precio mayor. Por ello, la tasa de interés, también naturalmente, debe tender a ser superior a la de las economías ya desarrolladas. La

**Gráfico X.1**  
Composición de los flujos de capitales, 1980-2001  
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile. La cifra de entrada de IED no contempla los programas de conversión de deuda, e incluye los créditos asociados netos. Otros capitales incluyen los créditos de organismos multilaterales.

política monetaria, entonces, para que sea consistente con equilibrios macroeconómicos sostenibles, debe mantener tasas de interés real superiores a las internacionales. Al diferencial “estructural” de tasas, se agregó un ajuste en marcha en 1990, que descansó unilateralmente en un alza sustancial de la tasa de interés (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. VII).

Los otros dos requisitos para el arbitraje de tasas de interés también eran favorables para las entradas de capital. Chile acumuló una devaluación real de 130% entre mediados de 1982 y 1988. A medida que Chile comenzó a emerger de la crisis de la deuda, las expectativas sobre el tipo de cambio real pasaron de la depreciación a la apreciación. El mejoramiento de los términos de intercambio contribuyó también al cambio de expectativas. Es más, las expectativas de apreciación del tipo de cambio, debido a la entrada misma de capitales y a una mejor posición en cuenta corriente, hicieron que la operación de ida y vuelta de corto plazo pareciera muy lucrativa. Asimismo, tal como en otros países de la región, hubo un descenso de la prima por riesgo país. Las entradas privadas de corto plazo fueron muy importantes hasta 1992, luego de lo cual comenzaron a decaer como consecuencia de las medidas adoptadas para frenarlas.

Las entradas de cartera han asumido dos formas: las inversiones mediante fondos mutuos establecidos en los grandes mercados internacionales de capital (los llamados FICE, o fondos de inversión de capital extranjero) y la emisión de *American Depositary Receipts* (ADRs) por grandes empresas chilenas. Los ADRs son un mecanismo mediante el cual las empresas extranjeras emiten nuevas acciones en los mercados bursátiles estadounidenses. La emisión original o “primaria” de ADRs representa una atractiva oportunidad para expandir el capital de las empresas a un costo relativamente bajo, puesto que los costos de capital en los mercados internacionales naturalmente tienden a ser menores que en el mercado financiero de Chile. La “manía” de los noventa por las economías emergentes en los mercados de valores internacionales significó una reducción espectacular del riesgo país percibido. El mercado accionario interno relativamente desarrollado de Chile, más

el uso creciente de los ADRs para colocar acciones en los mercados de valores estadounidenses, hicieron que los títulos chilenos fueran muy atractivos para los inversionistas que buscaban vehículos financieros nuevos y más exóticos.

También existe lo que se conoce como la emisión «secundaria» de ADRs mediante la compra por extranjeros de las acciones disponibles en el mercado chileno y su conversión ulterior en ADRs (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). Esta operación no constituye un aumento de capital de la empresa emisora, sino sólo un cambio de propiedad de nacionales a extranjeros. En un momento en que hay una superabundancia de divisas e importantes presiones a la baja sobre el tipo de cambio, puede resultar conveniente desalentarlas. Estos cambios de propiedad exponen a la economía a un grado adicional de incertidumbre y volatilidad, puesto que cuando cambia el ánimo de los inversionistas extranjeros, ellos pueden revertir fácilmente la operación y reconvertir sus ADRs en las acciones subyacentes para venderlas en el mercado bursátil interno<sup>3</sup>. Estos flujos han jugado un papel evidentemente desestabilizador. Inflaron la bolsa en 1994 y en 1997 y la deprimieron en 1995 y 1998, operando en forma procíclica.

Las crisis mexicana y de Asia oriental son ilustrativas de los peligros de desestabilización financiera. En el caso de México, según destacan Sachs, Tornell y Velasco (1996), las fallas de la política interna, en particular el gran aumento del crédito interno debido a un sistema financiero interno mal regulado, fueron factores importantes. Sin embargo, el auge del crédito interno fue desencadenado, en ambas crisis, por grandes entradas de capital. Se reconoce cada vez más que el comportamiento en manada desplegado

---

3 Se ha sostenido que los extranjeros que se vuelven pesimistas respecto a un país venden sus ADRs en el mercado de valores estadounidense y que, por lo tanto, no habría impacto sobre los mercados de valores y cambiario nacionales. Sin embargo, este argumento desconoce el hecho que la emisión de ADRs implica que los precios de los valores en los mercados nacionales y estadounidenses deben tender a la igualdad mediante arbitraje. Esto es de hecho lo que ha ocurrido: los movimientos de los precios de las acciones de las empresas chilenas que han emitido ADRs en las bolsas estadounidenses están muy correlacionados con los de la Bolsa de Santiago.

por los inversionistas de cartera extranjeros es un elemento esencial de la crisis (Calvo y Mendoza, 1996; Griffith-Jones, 1998). Puesto que los activos de las empresas de un determinado país en desarrollo son normalmente una proporción muy pequeña de las carteras de los inversionistas internacionales, no valdría la pena darse el trabajo de obtener información que es muy costosa. Por lo tanto, éstos tienden a guiarse por «señales». La señal positiva, a fines de los años ochenta, era que México estaba emprendiendo reformas orientadas al mercado (e ingresando al TLC norteamericano) lo que, a juicio de los bancos internacionales, elevaría la rentabilidad de los activos de las corporaciones mexicanas. En el caso de México, la «señal» para una reversión de la entrada de capital financiero fue la percepción de que los déficit en cuenta corriente se habían vuelto «insostenibles» y que el tipo de cambio se había apreciado «excesivamente». Por cierto, los grandes déficit en cuenta corriente y los precios macroeconómicos atípicos o desalineados, en particular un tipo de cambio que se apreciaba, habían sido principalmente la consecuencia del contagio de optimismo entre los inversionistas extranjeros.

En suma, de lo que se trata es que un componente considerable de las entradas de capital, sobre todo capital de cartera, no sólo es volátil sino también exógeno en gran medida, desde el punto de vista del país receptor. Incluso el crédito de corto plazo posee un ingrediente exógeno, puesto que la llamada prima por riesgo país tiene un gran componente subjetivo. Por tanto, aunque resulte paradójico, un país exitoso puede ver cómo sus “fundamentos” como el déficit en cuenta corriente, el tipo de cambio, el ahorro interno y la cartera bancaria se deterioran debido a una gran avalancha de capitales (véase French-Davis y Ocampo, 2001).

Desde un punto de vista teórico, tenemos aquí la posibilidad de equilibrios múltiples: un tipo de cambio apreciado con grandes entradas de capital; y un tipo de cambio depreciado con salidas de capital. Además, hay una dinámica involucrada: las entradas de capital aprecian el tipo de cambio real, y este proceso, si es gradual, fomenta nuevas entradas. Esto puede continuar por varios años, como ocurrió en 1976-81, en 1990-94 y en 1996-97 en

muchos países de América Latina. Después de un tiempo, cuando con los déficit en cuenta corriente se han acumulado elevados pasivos externos y una revaluación real significativa, la tendencia a la apreciación es reemplazada por expectativas de depreciación, lo que a su vez tiende a conducir luego a una reversión de la dirección de los flujos. Esto sustenta la necesidad de contar con políticas que reduzcan los componentes más volátiles de las entradas de capital; y demuestra que los «fundamentos» no son independientes de las políticas aplicables sobre las entradas de capital. Es más, algunos equilibrios son más «convenientes» que otros, en términos de los efectos sobre el crecimiento y su sustentabilidad.

Mientras que los flujos privados aumentaron, la deuda pública externa se redujo. Durante 1989-91, hubo salidas netas principalmente causadas por las operaciones con pasivos públicos en la conversión de deudas. Posteriormente, la reducción de deuda pública correspondió en su mayoría a prepagos. Estos fueron particularmente cuantiosos en 1995-97. Los prepagos se realizaron para aligerar la gran acumulación de reservas internacionales por el Banco Central, reducir costos financieros netos, y con ello mitigar las presiones revaluatorias en los mercados de divisas y mejorar el balance del Banco.

Desde 1991, varias grandes empresas chilenas han realizado inversiones directas en el exterior. Las destinaciones, en los noventa, fueron principalmente los países vecinos. Las inversiones más considerables fueron en la generación y distribución de electricidad (la mayoría en empresas privatizadas, primero en Argentina y luego en otros países latinoamericanos), pero otros sectores como la industria ligera y la venta al detalle también estuvieron representados (Calderón y Griffith-Jones, 1995). En 1996, en una expansión persistente desde 1991, exhibieron un flujo hacia el exterior equivalente a 1,7% del PIB<sup>4</sup>. A su vez, los

---

4 Los datos según la balanza de pagos subestiman la magnitud de estas inversiones, porque gran parte de ellas son financiadas con fondos obtenidos en mercados de capitales internacionales y que jamás ingresan al país. Una situación similar se presentó con las inversiones de empresas coreanas en sus vecinos.

inversionistas institucionales principales, los fondos de pensiones nacionales, a mediados de 1997 sólo tenían colocado en el exterior poco más de medio por ciento de sus fondos.

En 1998 hubo, por tercera vez en 16 años, una drástica reversión generalizada de los flujos financieros hacia América Latina que, en efecto, se tornaron negativos. La economía chilena sufrió, entonces, la contraparte de las grandes entradas financieras y las ventanillas de salidas que se habían abierto: las salidas de capital financiero se iniciaron a fines de 1997 y se aceleraron en 1998-99, con una depreciación del tipo de cambio nominal, en un proceso de corrección de la desalineación de ese precio macroeconómico. Un rasgo beneficioso en esta crisis de los noventa es que, a diferencia de lo que ocurrió en 1982, cuando la mayor parte de los créditos eran bancarios, y con tasas flexibles, ahora el grueso de los recursos captados por Chile correspondían a IED, un componente más "amigable" en períodos de crisis, y que se mantuvo elevado en Chile. El comportamiento de la IED, además, tiende a ser contracíclico al producirse una reducción en las utilidades remesables al exterior. De hecho, las utilidades remesadas de la IED cayeron de US\$ 1.900 millones en 1997 a US\$ 1.100 millones en 1999.

Por otra parte, se intensificó más aun "la inversión hacia el exterior", tanto por parte de empresas locales como de los fondos de pensiones. En el caso de las primeras, se alimentaron de la liquidez proveniente de la venta de empresas a extranjeros (operaciones registradas como entradas de IED). En el caso de las segundas, se hizo uso de los canales abiertos durante el período de auge, para enviar al exterior una parte muy significativa del ahorro de los trabajadores chilenos.

## 2. LA RESPUESTA DE POLÍTICA Y SUS EFECTOS

En los años noventa, las autoridades monetarias chilenas desplegaron una amplia gama de políticas para regular el ingreso de capital financiero. Por una parte, el Banco Central procuró desalentar las entradas de capital de corto plazo y especulativas, man-

teniendo abierto el acceso para la IED. Por otra parte, trató de moderar los impactos sobre la economía nacional de las oleadas de capital, interviniendo en el mercado cambiario a fin de impedir que la sobreoferta de divisas aprecie demasiado el tipo de cambio real, y esterilizando casi por completo los efectos monetarios de la rápida acumulación de reservas internacionales (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995).

Otros dos factores de política contribuyeron al éxito logrado en el manejo de la entrada de capitales. Primero, la política fiscal fue muy cautelosa. Los aumentos registrados en el gasto social se financiaron con nuevos tributos. Gracias a ello, Chile presentó un superávit significativo del sector público durante los años noventa, equivalente a 1% ó 2% del PIB<sup>5</sup>. La conducción prudente de la política fiscal, que incluye la observancia de las normas de un fondo de estabilización del cobre,<sup>6</sup> facilitó la tarea de las autoridades monetarias en la regulación de los ingresos de capitales e impidió la apreciación excesiva del tipo de cambio en la mayor parte del decenio. Segundo, como resultado de la crisis bancaria de 1982-83, se introdujeron regulaciones bancarias prudentiales que se perfeccionaron con los años. Esto dificultó que la entrada de capitales desatara nuevamente un boom crediticio por parte de los bancos comerciales, lo que facilitó a su vez la tarea de mantener el déficit en cuenta corriente y el tipo de cambio dentro de límites sostenibles hasta 1996. Luego retomaremos la historia posterior.

### **a) Políticas para regular las entradas de capitales**

Aquí nos concentraremos en las entradas de capitales en períodos de abundancia de flujos. Los dos objetivos principales de

---

5 En 1999 se registró un déficit determinado por la significativa merma del ingreso tributario asociada al drástico ajuste de la demanda agregada.

6 Dada la gran importancia del cobre en la balanza de pagos y en las cuentas fiscales, y la inestabilidad de su precio internacional, se creó un Fondo de Compensación del Cobre, en el cual debía acumularse una parte del alza en precios para disponer de esos fondos en los períodos de cotizaciones deprimidas. Comenzó a operar después de la fuerte alza registrada en este precio durante el último trimestre de 1987.

**Cuadro X.2****Regulación del movimiento de capitales en Chile, mediados de 1998****Inversión extranjera directa:**

El único requisito para la entrada de la IED es mantener la inversión en Chile por un período de un año. No hay restricciones a la salida, excepto un impuesto a la remesa de utilidades. El porcentaje máximo de deuda permitido para financiar IED es de 30%; esta limitación se redujo desde 50% en octubre de 1997.

**Flujos de entradas de cartera en ADRs:**

La emisión mínima de ADRs es de US\$ 25 millones, reducidos desde US\$ 50 millones en septiembre de 1994. Se requiere una clasificación de riesgo mínima de BBB para las empresas no financieras y de BBB+ para las instituciones bancarias. Además, desde julio de 1995 se aplicó un encaje de 30% a los ADRs secundarios.

**Otras entradas financieras y de cartera:**

Sujetas al requisito de un encaje de 30% hasta junio de 1998. Estas incluyen créditos comerciales, depósitos en moneda extranjera, préstamos asociados a la IED, y emisión de bonos. Los emisores de bonos enfrentan las mismas restricciones de calidad que los emisores de ADRs. Cartera afecta a un plazo mínimo de estadía en Chile de un año, salvo los ADRs que son liquidados en cualquier momento.

**Inversión en el extranjero del sector no financiero chileno:**

Los inversionistas que no quieran operar en el mercado oficial de divisas, sólo deben informar al Banco Central sobre sus inversiones en el exterior. Aquellos que deseen acceder al mercado oficial, deben obtener permiso del Banco Central. Esto no es difícil de conseguir. En la actualidad, los tipos de cambio formal e informal son similares.

**Inversiones en el extranjero de inversionistas institucionales chilenos:**

Las inversiones extranjeras de las compañías de fondos de pensiones, de fondos mutuos y de seguros de vida está sujeta a límites en cuanto a las cantidades y tipos de activos en moneda extranjera que pueden tener. A los fondos de pensiones se les permite mantener hasta un 12% de sus activos totales en moneda extranjera, y sólo pueden invertir en acciones hasta el 50% de su margen externo.

**Inversiones en el extranjero de los bancos:**

Las inversiones externas de los bancos comerciales están limitadas al 25% de su capital y reservas, y restringidas a activos de renta fijos o bien garantizadas por gobiernos extranjeros o bancos centrales. Los bancos están autorizados para utilizar los depósitos que reciben en moneda extranjera para financiar el comercio entre los países que pertenecen a la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI). Los bancos comerciales pueden participar en el capital de bancos extranjeros, siempre que tengan un índice de suficiencia de capital de por lo menos 10%.

Fuente: Adaptado y actualizado de Budnevich y Le Fort (1997).

las políticas de regulación del tipo de cambio y de las entradas de capital han sido apoyar el modelo de crecimiento basado en la expansión y diversificación de las exportaciones y, en una economía históricamente muy propensa a los ciclos (recuérdese que, en 1975 y 1982, Chile tuvo las recesiones más profundas de América Latina), procurar alcanzar balances macroeconómicos sostenibles.



A fin de que las exportaciones sigan siendo un motor de crecimiento de la economía chilena, el nivel y la estabilidad del tipo de cambio real son decisivos. Este objetivo podría haber peligrado si las entradas de capital hubieran causado una apreciación excesiva del tipo de cambio y una mayor volatilidad en el evento de revertirse la dirección de los flujos netos. En el cuadro X.2 figura una síntesis de las medidas normativas para contrarrestar esta llegada excesiva de divisas.

Las autoridades chilenas optaron por regular el mercado de divisas a fin de impedir desalineaciones importantes del tipo de cambio real en relación con su tendencia de largo plazo. La opción elegida para conseguir el predominio de los "fundamentos" de largo plazo por sobre los factores de corto plazo que influyen en el tipo de cambio, supone (correctamente, a nuestro juicio) que existe una asimetría de información entre el mercado y las autoridades monetarias, porque estas últimas tienen un mejor conocimiento de los factores que intervienen en la balanza de pagos; y, principalmente, porque tienen un horizonte de planificación más largo que los agentes que operan activamente en la dimensión de corto plazo del mercado. Sin embargo, frente a la incertidumbre que campea en los mercados externos, en vez de un precio único, las autoridades usaron una banda cambiaria centrada en un precio de referencia (tipo de cambio acuerdo; TCA) vinculado con una canasta de tres monedas, en que el dólar, el marco alemán y el yen estuvieron representados con ponderaciones asociadas a su participación en el comercio chileno.

Presentamos aquí un relato analítico que vincula los cambios deliberados de política con los acontecimientos que los provocaron. Los cambios registrados en los mercados mundiales, la creciente aprobación internacional de las políticas económicas chilenas, las altas tasas de interés vigentes en Chile, y los rasgos de la transición a la democracia estimularon la entrada creciente de capitales a Chile desde mediados de 1990.

Estos eventos se reflejaron rápidamente en una apreciación cambiaria real en el mercado. Desde julio de 1990 el tipo de cambio observado en el mercado (TCO) se situó en el piso de la banda. Incluso durante la crisis de Irak, en septiembre de ese año, el TCO se mantuvo en el piso, no obstante que Chile importaba entonces el 85% de su consumo de petróleo; Chile reaccionó ante esa crisis elevando drásticamente el precio interno de los combustibles (junto con una reducción del gasto fiscal no social) lo que provocó un shock inflacionario en septiembre y octubre. En ambos meses, el índice de precios al consumidor, cuyo componente inercial suponía un alza del orden de 2% mensual, se elevó a 4,9% y 3,8%, respectivamente. La rapidez con que reaccionaron frente a los eventos externos el Banco Central y el gobierno, estrechamente coordinados, puede explicar las razones por las cuales se mantuvo en el mercado cambiario la tendencia a la apreciación y rápidamente se moderó la inflación.

A comienzos de 1991, se ajustó el régimen de banda repante que las autoridades monetarias venían aplicando (todavía sin intervención al interior de la banda) y, con el fin de introducir "ruido cambiario", que desalentase los flujos de corto plazo, se revaluó en tres ocasiones en forma moderada para devaluar compensatoriamente en los meses siguientes. De esta manera, el cambio "oficial" retornaba al final de cada episodio al nivel real inicial; las devaluaciones reales dentro de cada episodio encarecieron el costo de ingresar fondos de corto plazo y resultaron una medida efectiva para frenar transitoriamente el exceso de oferta de divisas. Sin embargo, la medida no podía repetirse en muchas ocasiones pues el mercado entonces se anticiparía al evento revaloratorio y la política perdería eficacia, que fue lo que ocurrió en el tercer episodio. No obstante, durante casi un semestre las autoridades ganaron tiempo para diseñar y posicionar una política que permitiese actuar eficientemente en una transición más prolongada. Indudablemente, la reforma de la política tenía que marchar contra la corriente imperante en las instituciones internacionales y los medios financieros, que era la apertura indiscriminada de la cuenta de capitales. La reforma se basaba en la percepción de

que la gran oferta de fondos externos no era estable y que factores coyunturales de la cuenta corriente, —como el alto precio del cobre, el incentivo de tasas de interés internas tan altas e importaciones transitoriamente deprimidas— tenderían a modificarse a mediano plazo.

Sin embargo, parte de la mejora observada en la cuenta corriente era más estructural o permanente: una cuenta de servicios no financieros notablemente fortalecida, exportaciones no tradicionales más vigorosas y una reducción de la carga de la deuda externa. En junio de 1991, en reacción a esta combinación de factores, considerados algunos transitorios y otros permanentes por las autoridades, conjuntamente con una revaluación del 2% del dólar acuerdo y una reducción del arancel desde 15% a 11%, se estableció un encaje no remunerado de 20% sobre los créditos externos (que cubrió toda la gama de créditos externos, desde los asociados con la IED hasta los créditos comerciales). Estos fondos debían depositarse en el Banco Central por un mínimo de 90 días y un máximo de un año según el plazo de la operación. Al mismo tiempo, un impuesto al crédito interno, a una tasa anual de 1,2% sobre las operaciones de hasta un año plazo, pasó a aplicarse también a los préstamos externos. En julio, se autorizó para los créditos a mediano plazo una alternativa al encaje, consistente en hacer un pago al Banco Central por un monto equivalente a su costo financiero; el costo financiero se calculaba aplicando la LIBOR más 2,5% anual al monto del encaje. El encaje, la opción de pagar su costo financiero y el impuesto a los créditos externos tienen un costo marginal nulo para la parte del plazo que se extiende más allá de un año, y como se verá más adelante, los dos primeros son especialmente onerosos para los flujos con vencimientos a muy corto plazo.

Como la entrada de capitales se hizo persistente, el sistema de encaje se volvió más estricto y se extendió a casi todas las transacciones financieras internacionales. En mayo de 1992, se estableció un encaje de 30% sobre los créditos externos que se expandió a los depósitos a plazo en moneda extranjera y, en julio de 1995, a las compras de acciones chilenas («ADRs secun-

darios») por residentes en el extranjero<sup>7</sup>. Se amplió a un año el período durante el que debía mantenerse el depósito, independientemente del plazo de vencimiento del préstamo, y para los efectos de la comisión de entrada, el margen sobre la LIBOR se alzó a 4%. Con el fin de eliminar un resquicio que permitía evadir el encaje (puesto que la inversión en capital de riesgo estaba exenta), las autoridades pasaron a analizar las solicitudes de IED; el permiso para ingresar al país como IED exenta de encaje era denegado cuando se determinaba que la entrada venía disfrutando capital financiero. En tales casos, los inversionistas extranjeros debían registrar sus fondos en el Banco Central como inversiones financieras sujetas a encaje.

Con la crisis asiática y la aguda escasez de financiamiento externo, la tasa de encaje se redujo en 1998 a 10% y luego a cero. Las autoridades anunciaron, sin embargo, que el instrumento de política seguía disponible en caso de necesitarse a futuro ante una nueva invasión de fondos (Massad, 2000).

Desde 1991 se facilitó la salida de capitales como una manera de aliviar las presiones a la apreciación cambiaria (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). En particular, en sucesivos incrementos se ha permitido que gradualmente los fondos de pensiones chilenos inviertan en el exterior una proporción creciente de sus activos totales; asimismo, también con el objetivo del desarrollo productivo de las empresas chilenas, se concedió acceso al mercado de divisas para residentes que desean invertir en el exterior, en un proceso muy expedito (cap. XII de normas cambiarias). Como se expuso arriba, la medida fue efectiva en estimular flujos considerables de inversión directa y adquisiciones por empresas chilenas de firmas en países vecinos (Calderón y Griffith-

---

7 No es difícil imponer un encaje a las inversiones de cartera de extranjeros. Si los fondos que van a destinarse a la inversión son depositados en un banco chileno, ahí quedan sujetos al encaje. En cuanto a los fondos que no utilizan un banco chileno como intermediario, el encaje puede imponerse al momento de registrarse el activo en nombre de un agente con domicilio en el exterior. Para poder convertirlos en ADRs, tienen que registrarse también en el Banco Central.

Jones, 1995). Sin embargo, las mayores tasas de rentabilidad de los activos financieros en Chile que en el exterior y las expectativas de apreciación del peso desalentaron las inversiones financieras externas por parte de los fondos de pensiones y de los recientemente creados fondos mutuos cerrados. Estas inversiones se habían venido elevando muy lentamente a medida que las empresas y fondos de pensiones nacionales obtenían más información acerca de los activos financieros en el exterior; a mediados de 1997 sólo tenían colocado en el exterior US\$ 200 millones (0,2% del PIB)<sup>8</sup>. El efecto inmediato de liberalizar las salidas fue probablemente alentar nuevas entradas gracias a la mayor certidumbre que ofrecen a los eventuales inversionistas hacia Chile. Como lo han demostrado Williamson (1992) y Labán y Larraín (1997), el efecto resultante tiende, entonces, a ser el opuesto al deseado.

¿Cuándo el mercado aprovecha con fuerza las oportunidades para sacar divisas? Evidentemente cuando las expectativas apreciatorias son reemplazadas por expectativas de depreciación. Por ejemplo, los egresos de las AFP sólo se elevaron notoriamente desde fines de 1997 cuando las expectativas pasaron de la apreciación a la depreciación. De hecho, las salidas de los fondos de pensiones, entre enero de 1998 y junio de 1999, se encumbraron al equivalente de 4,8% del PIB de 1998 y a 12% de los fondos. Algo similar sucedió con el capítulo XII, principalmente con inversiones financieras masivas, en lugares como las Islas Caimán, en una evidente distorsión del objetivo inicial de ese capítulo<sup>9</sup>.

---

8 Un obstáculo a la liberalización de las salidas de los inversionistas institucionales es la falta de conocimiento que tienen los reguladores sobre los activos financieros en el exterior. Por consiguiente, el temor de que la liberalización conduzca a un empeoramiento de la calidad de los activos de los inversionistas institucionales ha sido un factor clave que explica el enfoque gradual que se adoptó frente a la liberalización de las salidas de capital.

9 Una liberalización financiera apresurada corre el riesgo de dejar demasiadas puertas abiertas a las salidas, las que suelen ser masivas en caso de nerviosismo en el mercado y de cambios hacia expectativas de depreciación, como lo advertimos en su oportunidad (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). La liberalización indiscriminada suele hacer más difícil el logro de la estabilidad cambiaria y macroeconómica y más dolorosas las crisis financieras

Desde el año 2000 las autoridades del Banco Central y del gobierno del Presidente Lagos han avanzado en la conformación de un nuevo marco para la política macroeconómica que, además de la flexibilidad cambiaria, una política monetaria centrada en cumplir exclusivamente una meta inflacionaria (en el rango de 2 a 4%) y una política fiscal determinada por la regla de superávit estructural, está dotada de una cuenta de capitales abierta. Consecuentemente, se eliminaron la mayoría de las regulaciones a la cuenta de capitales que aún permanecían vigentes. En abril del 2001 se suspendió el uso del encaje (que entonces era una tasa de 0%), afirmándose que con ello se alcanzaba la completa apertura financiera de la economía.

En forma complementaria, las regulaciones a las salidas de capitales desde las AFP se flexibilizaron aun más. Luego de que el límite para la inversión en el exterior pasara desde 12% a 16% del fondo en enero de 1999 (en medio de la crisis), éste fue elevado a 20% en febrero del 2002 y a 25% en mayo del 2003.

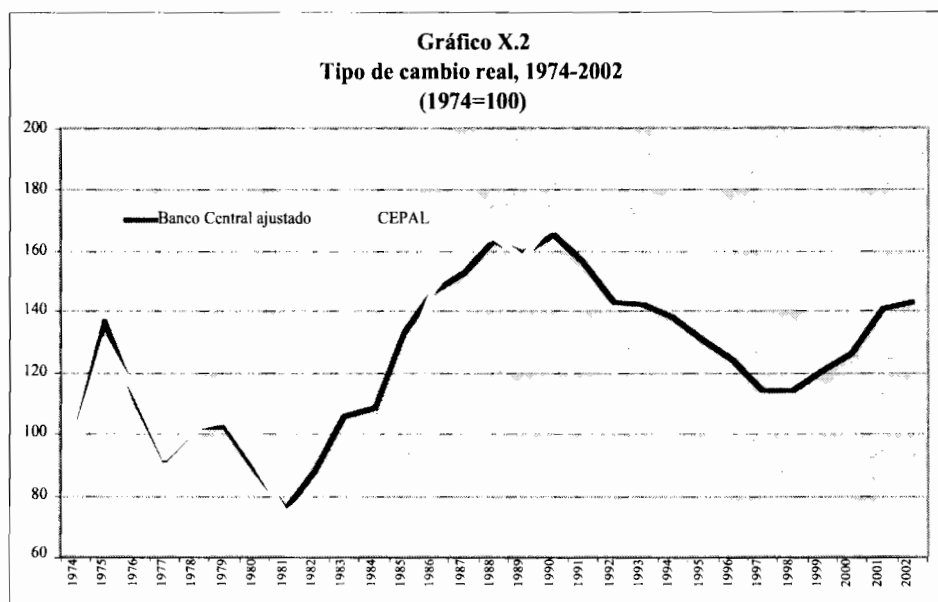
#### **b) Política cambiaria**

La política cambiaria experimentó también un cambio substancial a través del tiempo. El uso de un tipo de cambio nominal fijo en 1979-82, en el contexto de una liberalización creciente y, en último término, completa de las transacciones de la cuenta de capitales, se abandonó después de la crisis de 1982-83, durante la cual el PIB declinó 14%. Entre 1983 y 1989 las autoridades utilizaron una paridad móvil, con una banda flotante de  $\pm 2\%$  (que se amplió a  $\pm 3\%$  en 1988 y a  $\pm 5\%$  a mediados de 1989). El tipo de cambio «oficial» se devaluó diariamente, según el diferencial entre la inflación interna y una estimación de la inflación externa. En varias ocasiones, se agregaron devaluaciones nominales discretas, que sir-

---

internacionales, como le sucedió a Chile en 1998-99: las AFP y los inversionistas del cap. XII fueron los principales responsables de la pérdida de reservas en el bienio y del agudo ajuste recesivo de la demanda interna (Ffrench-Davis y Tapia, 2001a). En Zahler (2003) se realiza un excelente análisis de las implicaciones macroeconómicas del desempeño de las AFP.

vieron para lograr una notable depreciación real luego de la crisis de 1982: 130% entre mediados de 1982 y 1988 (gráfico X.2).



Fuente: Banco Central de Chile, para 1986-2002; para los años anteriores se ajustó el IPE según French-Davis (1984), y e IPC según Cortázar y Marshall (1980) en el periodo 1974-78. CEPAL. La diferencia principal entre ambos indicadores es que CEPAL usa IPC para medir la inflación externa mientras que el Banco Central usa precios mayoristas. El método de CEPAL es más consistente con las mediciones disponibles de tipos de cambio reales de otros países de la región.

Los cuantiosos ingresos de capitales de inicios de la década de los noventa se reflejaron en presiones a la apreciación cambiaria real, tal como se expuso en la sección previa, a pesar de que el ingreso de capitales de corto plazo permaneció en niveles bajos en respuesta a las políticas regulatorias adoptadas y a una reducción de las tasas de interés internas. Cabe anotar que las etapas del ciclo económico coincidieron en Chile y en «su centro financiero» (Estados Unidos) durante la mayor parte de 1991, lo que no sucedería a partir de fines de ese año y en 1992.

La marcada tendencia a la apreciación en 1991, obedeció entonces a ingresos de largo plazo, pero principalmente a una cuenta corriente muy favorable, cuyo resultado neto fue un (pequeño) superávit.

Empezó a predominar la opinión de que era inevitable una modificación de la política cambiaria, con una revaluación significativa. En consecuencia, la cotización oficial iba perdiendo capacidad asignadora. En enero de 1992, se revaluó el dólar acuerdo un 5% y se amplió la banda de flotación del mercado cambiario formal a  $\pm 10\%$ <sup>10</sup>. Bruscamente, el tipo de cambio observado se revaluó 9% en el mercado, esto es, casi los diez puntos de la suma de la apreciación del tipo de cambio oficial y de la reducción del piso de la banda. A continuación surgió una ola de expectativas revaluatorias, alimentadas por los ingresos de capitales en los mercados formal e informal. Estos flujos eran alentados por la certeza de que el Banco Central no podía intervenir dentro de la banda por las normas que él mismo había establecido. En un mercado situado persistentemente en un nivel cercano al piso, sólo podía intervenir comprando al precio mínimo. La expectativa del mercado era de que, si algo cambiaba, el piso se revaluase nuevamente, como de hecho había sucedido en enero de 1992.

Durante muchos meses había circulado en el Banco Central la proposición de iniciar, dentro de la banda, una flotación "sucía" o regulada; proponentes de esta intervención intramarginal argumentaban que las normas vigentes, de banda pura, con un mercado cambiario informal crecientemente activo y un mercado formal más poroso, conducían a un TCO que se inclinaría hacia los extremos de la banda (en el tope en 1989-90; en el piso, posteriormente). La revaluación brusca de casi 10% del TCO entre enero y febrero de 1992 contribuyó a que el Banco iniciase la flotación sucía en marzo de ese año. De hecho, el TCO fluc-

---

<sup>10</sup> Es preciso señalar que Chile estaba saliendo de una profunda crisis de la deuda acompañada de una notoria depreciación del tipo de cambio durante los ochenta. En consecuencia, había espacio para cierta apreciación. Sin embargo, como Chile estaba pasando de una oferta restringida a una oferta superabundante de ahorro externo, las autoridades querían evitar un ajuste excesivo del tipo de cambio. Un aspecto específicamente problemático es que, a medida que las expectativas de los agentes extranjeros pasan del pesimismo al contagio de optimismo, tienden a definir un mayor stock de inversión deseada en el "mercado emergente". Esto implica entradas excesivamente voluminosas durante un tiempo, que naturalmente son transitorias y no permanentes.



tuó en los años siguientes en un rango de entre 1 y 8 puntos sobre el piso, esto es, habitualmente despegado del piso, siempre con activas compras por el Banco pero también con ventas esporádicas.

La ampliación de la banda per se aparentemente había señalado que el Banco renunciaba a tratar de frenar las presiones revaloratorias y defender la estrategia exportadora, entregando al mercado, dominado por el segmento más cortoplacista, la determinación de la tasa observada en un rango muy amplio. En cambio, con el establecimiento de la flotación regulada, el Banco Central volvía a tener una mayor capacidad de conducción, lo que le permitía fortalecer las variables de largo plazo en la determinación del tipo de cambio que enfrentan los productos de rubros exportables e importables.

En los meses siguientes, las tasas de interés del mercado estadounidense continuaron descendiendo, poniendo presión sobre el Banco Central. Sin embargo, la economía chilena enfrentaba un auge notable, con una tasa de aumento del PIB firmemente situada en dos dígitos (alrededor de 15% en 12 meses). En consecuencia, por razones de equilibrio macroeconómico, el Banco Central quiso elevar en vez de reducir las tasas internas de interés. Para evitar un estímulo al arbitraje, decidió aumentar la tasa del encaje a los ingresos de capitales. En mayo de 1992, la tasa fue elevada a 30% y se fijó en un año el plazo del depósito.

Por último, en julio del mismo año una canasta de monedas (constituida entonces en 50% por el dólar, 30% por el marco alemán y 20% por el yen) reemplazó al dólar como nuevo tipo de cambio de referencia. Estas medidas tendieron a hacer menos rentable el arbitraje de tasas de interés entre el dólar y el peso y a introducir mayor incertidumbre cambiaria a las operaciones en dólares en el corto plazo, dada la inestabilidad cotidiana entre las cotizaciones internacionales de esas tres monedas. La sustitución del dólar por una canasta de monedas le dio mayor estabilidad promedio a los valores en pesos de los retornos de exportaciones. En efecto, a diferencia de las operaciones financieras que se denominan en gran proporción en dólares, el

intercambio comercial está bastante diversificado geográficamente, constituyendo los Estados Unidos sólo un quinto del total, y opera con una canasta también más diversificada de monedas.

En su conjunto, las medidas de regulación (más cierta “buena suerte”: una mejora de los términos del intercambio en 1995) implicaron que cuando la crisis de México explotó en diciembre de 1994 y su contagio se extendió rápidamente hacia Argentina, la economía chilena y su sector externo estuviesen en una situación muy sólida: un déficit externo pequeño, un tipo de cambio sostenible y pasivos externos de corto plazo de un monto reducido. Por lo tanto, el corte abrupto de flujos líquidos hacia América Latina no dañó a la economía chilena. Hacia mediados de 1995, los capitales especulativos empezaron a retornar a la región, y con especial fuerza a Chile.

Dada la existencia de expectativas abrumadoras a favor de la apreciación monetaria, después de que el shock Tequila parecía haber quedado atrás, el gran diferencial de la tasa de interés entre el peso y el dólar (junto con buenas perspectivas para las grandes empresas chilenas) brindó a los inversionistas extranjeros de cartera y de corto plazo una oportunidad potencialmente muy lucrativa, a pesar del encaje que tenían que pagar por ingresar a los mercados financieros nacionales. Esta tendencia a la apreciación podría haberse atenuado intensificando el costo de las entradas (es decir, incrementando el monto del encaje; ver propuesta de Le Fort y Lehmann, 2000). Sin embargo, el sobreoptimismo internacional de que las crisis financieras eran cosa del pasado y la peligrosa tentación del Banco Central de reducir con mayor rapidez la inflación interna mediante la apreciación cambiaria real debilitó la política tan exitosa de equilibrios macroeconómicos sustentables. En efecto, el déficit externo se fue acentuando significativamente en paralelo con la apreciación cambiaria y una demanda agregada que crecía aceleradamente estimulada por los ingresos de capitales en 1996-97.

El manejo del tipo de cambio no contribuyó a desalentar las entradas especulativas después de 1995. Pese a su adhesión formal a una banda móvil en 1996-97, el Banco Central estaba,

en los hechos, sosteniendo un precio nominal casi fijo para el dólar. Incluso, a fin de reducir el piso de la banda, en 1997 las autoridades hicieron ajustes contradictorios a las ponderaciones asignadas a cada moneda de la canasta, provocando que la vinculación con una canasta en lugar del dólar perdiera credibilidad<sup>11</sup>. Además, a fines de 1995 se había establecido un 2% de apreciación anual del tipo de cambio acuerdo, en base al supuesto de mayor crecimiento de la productividad en Chile en relación con sus principales socios comerciales.

Los efectos de contagio de la crisis asiática, incluido un notable deterioro de los términos del intercambio, de 3% del PIB en 1998 (ahora con cierta "mala suerte"), encontró a Chile con un tipo de cambio significativamente atrasado (lo que no había sucedido hasta mediados de 1995) y un déficit en cuenta corriente elevado que duplicaba el promedio de 1990-95.<sup>12</sup>

Desde el punto de vista del manejo de la crisis, el Banco Central operó asimétricamente, frenando fuertemente las presiones al alza del tipo de cambio por la vía de la venta masiva de divisas, impidiendo una corrección de su valor a partir de enero de 1998. Se argumentó que en una economía cerca de la frontera productiva y con un déficit externo elevado, aceptar una devaluación fuerte tendría un impacto inflacionario sustancial. A nuestro juicio, se priorizó un objetivo antiinflacionario ambicioso, a expensas del crecimiento y el empleo.

---

11 En noviembre de 1994, la ponderación del dólar estadounidense se redujo de 50% a 45%, lo que reflejaba la incidencia declinante de esa moneda en el comercio chileno. En enero de 1997, se elevó arbitrariamente a 80%. Para un excelente análisis sobre regímenes intermedios, con muchas referencias al caso de Chile, véase Williamson (2000). Ver también Ffrench-Davis y Larraín (2003).

12 Un déficit en cuenta corriente en crecimiento (debidamente ajustado por los términos de intercambio) es una prueba revelada de un tipo de cambio sobreapreciado, revaluándose más rápido que las mejoras de productividad. Además, nuestra evaluación indica que en 1990-95 la caída del tipo de cambio fue un movimiento equilibrador, mientras que en 1996-97 se produjo una sobrevaluación.

A mediados de 1998 se redujo drásticamente la amplitud de la banda en los momentos de mayor incertidumbre, en compañía de una intensificación de un ajuste liderado por alzas en la tasa de interés de instancia del Banco a 14,5% real; todo ello se hizo para dar la señal de que el Banco Central no cedería a las presiones devaluatorias del mercado. Sólo posteriormente, luego de ampliar la banda a fines de ese año, en septiembre de 1999 se suspendió el compromiso de la banda como un modo de facilitar el ajuste del tipo de cambio, ahora en un contexto de gasto interno muy deprimido, iniciando un período de flotación libre, con intervenciones excepcionales.

El tipo de cambio real logró ajustarse mediante una depreciación equilibradora. El entorno recesivo de la economía y un control de las expectativas inflacionarias permitieron que la depreciación no amenazara la meta de inflación. Por otro lado, desde entonces el tipo de cambio ha exhibido una volatilidad muy significativa guiada, por ejemplo, por las noticias sobre las economías de Argentina (el colapso económico y político) y Brasil (la elección de un líder de izquierda el 2002) y las incertidumbres a nivel global (los ataques a Nueva York del 11 de septiembre del 2001, y las guerras de Afganistán e Irak).

### **c) El fortalecimiento de la supervisión bancaria**

Cabe recordar que una supervisión bancaria y un marco regulador estrictos impidieron que el exceso de liquidez de los bancos diera pábulo al auge del consumo y al deterioro de la calidad de los activos bancarios (como ocurrió claramente en México, antes de la crisis de 1995). Este marco exigente fue un legado positivo de la crisis bancaria de Chile en 1981-86, que siguió a la entrada masiva de capital extranjero, a fines de los setenta, que provocó el virtual colapso de todo el sistema bancario (véase Díaz-Alejandro, 1985). Algunos de los elementos de supervisión prudencial adoptados desde entonces comprenden el monitoreo continuo de la calidad de los activos bancarios; límites estrictos a la concesión de préstamos por parte de los bancos a empresas relacionadas; la existencia de mecanismos automáticos de ajuste del

capital bancario cuando su valor cae por debajo de los límites exigidos por los reguladores; y facultades para congelar las operaciones bancarias, impedir que los bancos en problemas transfieran fondos a terceros, y restringir el pago de dividendos en las instituciones que no cumplen con las exigencias de suficiencia de capital (Aninat y Larraín, 1996; Held y Jiménez, 2001). Los mercados financieros chilenos han adquirido también una profundidad que permite la infusión ordenada de nuevos fondos así como su retiro, sin afectar significativamente la calidad de las carteras bancarias (Larraín, 1995).

En las modificaciones a la ley de la banca, aprobadas por el Congreso en 1997, se han incorporado los índices de suficiencia de capital conforme a las pautas del acuerdo de Basilea de 1988. Pero, en la práctica, el capital de los bancos supera con creces la norma de 8% prescrita por dicho acuerdo. Además, el Banco Central impone límites a las posiciones abiertas en divisas de los bancos, pero éstos son todavía bastante generales, en el sentido que no diferencian entre los préstamos otorgados en moneda extranjera a las empresas que obtienen ingresos en moneda extranjera y las empresas cuyos ingresos son en moneda nacional. Estos límites tampoco establecen diferencias entre las distintas monedas extranjeras. El riesgo cambiario es sólo un aspecto de los sistemas de evaluación del riesgo crediticio, que en su conjunto son bastante satisfactorios en Chile. Por lo tanto, esto compensa la debilidad de las normas en materia de posiciones abiertas en divisas.

La fortaleza del sistema financiero chileno quedó en evidencia al llegar la crisis asiática. En efecto, luego de 1998 el sistema financiero interno no empeoró radicalmente su condición: la cartera vencida como porcentaje de las colocaciones totales aumentó de 0,97% en diciembre de 1997 a 1,8% en su peor momento en abril de 1999, lo que es comparable al nivel exhibido en 1992, un año sin crisis. Ello es notable en un contexto de caída de 6% de la demanda agregada.

No obstante, la experiencia chilena muestra que la regulación prudencial no es suficiente para evitar las crisis de fuentes externas, dado que existen muchos recursos que no son

intermediados por el sistema financiero formal. Por otro lado, es preciso tener en cuenta que, al margen de la calidad de la supervisión prudencial, desequilibrios macroeconómicos que lleven bruscamente a devaluaciones masivas y tasas de interés muy elevadas, burbujas en la bolsa y otros similares pueden deteriorar sorpresivamente las carteras bancarias. Equilibrios macroeconómicos sostenibles son un compañero ineludible de una regulación y supervisión prudencial también sostenible.

#### **d) Eficacia de las medidas macroestabilizadoras**

¿Cuáles han sido los costos financieros impuestos a los flujos del exterior? El gravamen total consiste en los costos de intereses adicionales por el encaje y el impuesto a los créditos externos. En el cuadro X.3 figuran los cálculos. Como resultado de la prolongación (en 1992) del período de retención del encaje a un año completo, independientemente del plazo de vencimiento de la transacción, la tasa impositiva implícita a los préstamos del exterior aumentó en forma notable a medida que se acortan los vencimientos. Esta característica del sistema, que se asemeja en sus efectos a un "impuesto a la Tobin" unilateral (Tobin, 1978), es la lógica que explica la extensión del plazo del encaje hasta un año. Antes de su imposición, la tasa impositiva implícita (en una base anualizada) era idéntica tanto para las transacciones de un trimestre (el período mínimo de retención hasta mayo de 1992) como para las que llegaban hasta un año. Las magnitudes considerables de las tasas de recargo sobre las operaciones de corto plazo, sugieren un fuerte desaliento de los flujos líquidos o más volátiles.

¿Cuán eficaz ha sido el uso del encaje (sumado al manejo del tipo de cambio) en disuadir los flujos de corto plazo e impedir la apreciación excesiva del tipo de cambio? Hay dos tipos de pruebas a las que se puede recurrir. La primera es de carácter cualitativo. Hay consenso en que Chile enfrentó una oferta de financiamiento externo (en relación con su PIB) mayor que la de otras naciones de América Latina, debido a su mejor desempeño económico, su menor dimensión económica (3 a 4% del PIB de América Latina), y su mayor estabilidad política. Sin em-

**Cuadro X.3**  
**Costo implícito del encaje sobre préstamos y otros flujos externos, 1991-99**  
 (tasas anuales)

	1991II	1992I	1992II	1996	1997	1998I	1998Q3	1999Q4
Tasa de encaje (%)	20	20	30	30	30	30	10	0
Período mínimo de retención (meses)	3	3	12	12	12	12	12	0
LIBOR	5,5	4,3	3,6	5,6	5,8	5,7	5,6	5,3
Impuesto implícito:								
12 meses	1,4	1,2	1,5	2,4	2,5	2,4	0,6	0,0
3 meses	1,4	1,2	6,4	10,2	10,6	10,4	2,6	0,0

Fuente: Cálculos basados en información del Banco Central de Chile. No se incluye el impuesto de 1,2%.

bargo, en la primera mitad de los noventa, la apreciación del tipo de cambio y el déficit en cuenta corriente (como proporción del PIB) fueron en promedio menores que en los otros países de la región que fueron grandes receptores de capitales (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. VIII. C). Además, la IED representaba una proporción mucho mayor de las entradas en Chile<sup>13</sup>. Segundo, estudios econométricos han arrojado evidencia de que las políticas sobre la cuenta de capitales han funcionado relativamente bien. Trabajos empíricos indican que la combinación de desincentivos a las entradas de corto plazo con las reformas del régimen cambiario, al menos hasta 1994, había logrado reducir notoriamente la entrada de fondos de corto plazo para el arbitraje de tasas de interés (Agosin, 1998; Larraín, Labán y Chumacero, 1997). Como se expone más adelante, la situación cambió bastante en los años siguientes, frente a la nueva oleada masiva de capitales a las economías emergentes y las restricciones que paradójicamente el Banco Central autónomo mantuvo invariables en vez de acentuarlas frente al auge de la oferta en 1996-97 (véase Le Fort y Lehmann, 2000).

13 Cabe señalar que los préstamos asociados a la IED quedaron sujetos a encaje. Dado que el vencimiento promedio de estos préstamos era de unos siete años, la incidencia de la restricción fue escasa, pero se evitó el riesgo de que créditos de corto plazo se disfrazasen como de largo plazo.

Algunos observadores han sostenido que la eficacia de las medidas para desalentar la entrada de capitales es sólo temporal, y que los operadores del sector privado hallan maneras de evadirlas (véase, por ejemplo, Valdés-Prieto y Soto, 1998). En principio, esto puede hacerse mediante varios mecanismos. Uno es la subfacturación de las importaciones o la sobrefacturación de las exportaciones. Otro es demorar el pago de las importaciones o acelerar los ingresos por concepto de exportaciones. Tercero, es posible ingresar fondos a través del mercado informal de divisas. Cuarto, existe también la posibilidad de registrar como IED los fondos de corto plazo; sin embargo, está sería una opción costosa, puesto que la ley chilena exige que la IED permanezca en el país por lo menos un año antes de su repatriación. No obstante, se estaba convirtiendo en un resquicio importante que, como ya se ha señalado, las autoridades acordaron suprimir. Quinto, es posible que los agentes arreglen operaciones con respaldo cruzado en las que, por ejemplo, un agente paga las importaciones con un depósito bancario en Chile y no con divisas; al mismo tiempo, el exportador es pagado en divisas por un banco en su país.

Estas formas de evasión (y también otras) son posibles, pero todas tienen su costo, y algunas pueden tener efectos inconvenientes sobre las obligaciones tributarias. Aunque cierto nivel de evasión es inevitable, no hay pruebas que sugieran que las medidas para desalentar las entradas de capital a corto plazo se hayan evadido a gran escala y de manera creciente: los flujos efectivos de corto plazo fueron limitados y una parte significativa de los ingresos de fondos líquidos entró pagando el encaje (Le Fort y Lehmann, 2000). En particular, cabe destacar los ingresos de fondos para comprar ADRs secundarios. La magnitud del costo efectivo del encaje —cuya contraparte fue la recaudación por parte del Banco Central— alcanzó a alrededor de 1% del PIB durante sus años de vigencia.

Desde 1993, la emisión de ADRs secundarios había pasado a ser una gran fuente de entrada de capital de corto plazo con características particularmente volátiles. Así, la extensión del encaje a estas entradas, en 1995, constituyó una acción para solu-



cionar un problema incipiente que ya estaba causando dificultades en la administración de políticas y que podía incluso volverse más importante en el futuro. Es efectivo que, de no haberse impuesto el encaje, las entradas de cartera habrían sido mucho mayores. No obstante, después de una calma transitoria en 1995, volvieron a aumentar a principios de 1996, pagando el costo correspondiente del encaje. La evidencia indica que el derecho de ingreso se consideró barato frente a expectativas muy positivas y una fuerte probabilidad de una mayor apreciación del tipo de cambio real.

En oposición a los numerosos estudios que muestran un efecto significativo sobre los flujos de corto plazo, otra línea de ataque contra el uso de desincentivos a esas entradas de capital ha sido sostener que, en cuanto a su comportamiento, es imposible distinguir entre las entradas de capital como la IED o los préstamos de largo plazo, por una parte, y los de corto plazo o líquidos, por la otra. Claessens, Dooley y Warner (1995) sostienen que la composición de los flujos nada tiene que ver con su estabilidad, pues los flujos de largo plazo son tan susceptibles de ser inestables como los de corto plazo<sup>14</sup>.

Con el fin de verificar sus hipótesis para Chile, se aplicaron una serie de pruebas econométricas para determinar el grado de persistencia de diferentes tipos de flujos privados (véase Agosin y Ffrench-Davis, 2001, cuadro 4). En primer lugar, un análisis autorregresivo de datos trimestrales sobre IED, capital de cartera, endeudamiento privado de largo plazo y de corto plazo para el período 1983-95, revela que la IED y el endeudamiento de largo plazo tienen la mayor persistencia. En cambio, los flujos de cartera y el endeudamiento privado de corto plazo carecen de persistencia.

---

14 El hecho que sostengan que la IED puede ser tan volátil como los flujos de corto plazo puede explicarse en parte, porque, en los países que seleccionaron, los flujos de IED constituyen un porcentaje pequeño del financiamiento externo, según las estadísticas del FMI. Las fluctuaciones de las cifras pequeñas tienden a ser mayores que las de las grandes. Por otra parte, el período cubierto por esos autores no incluye la crisis del tequila, cuando los flujos de cartera jugaron un papel significativamente desestabilizador. Es evidente que la inestabilidad se prueba en las situaciones críticas, pero se siembra en las bonanzas.

En segundo lugar, el coeficiente de variación y el  $R^2$  de las tendencias temporales de las mismas cuatro categorías de flujos indican que la IED es más estable que el endeudamiento de corto plazo y los flujos de cartera. Por último, pruebas de raíz unitaria para series anuales reales correspondientes a 1960-95, señalan que la IED tiene una raíz unitaria, mientras que otros flujos son estacionarios (sin constante o tendencia). Por tanto, en Chile la IED se ha comportado como una variable «permanente» y otros flujos como perturbaciones «transitorias».

Así, podemos concluir que la IED es mucho menos volátil que otras clases de entradas de capital, y que es recomendable centrar las políticas de regulación macroeconómica prudencial, como el encaje, en los flujos de corto plazo o volátiles. Esto es lo que las autoridades chilenas hicieron con éxito. *No cabe duda de que las entradas de cartera y de corto plazo habrían sido mucho mayores si no hubiera existido el encaje.* En adición, la intervención esterilizadora en los mercados de divisas y monetario impidió la apreciación excesiva del tipo de cambio y un auge del consumo, manteniendo así el déficit en cuenta corriente dentro de límites razonables, excepto en 1996-97.

La combinación de políticas que se empleó tuvo costos financieros para la autoridad. La acumulación de grandes volúmenes de reservas de divisas impone un costo financiero a la autoridad, que también es un costo social para la economía, puesto que la rentabilidad de estos activos sobre el exterior suele ser inferior a los pagos de intereses por los pasivos del Banco Central que se han emitido para esterilizar los efectos monetarios de la acumulación de reservas, generando grandes pérdidas para el Banco Central. Ése es el costo de un seguro para lograr más estabilidad económica, pero probablemente innecesariamente alto, debido a una acumulación excesiva de reservas. Un manejo más intenso y oportuno, por parte de la autoridad, del encaje y otros instrumentos complementarios habría moderado ese costo.

En síntesis, la evidencia es contundente en cuanto a que los controles de capitales aplicados en Chile modificaron la estructura de madurez de los capitales que ingresaban al país, reduciendo la participación del componente de corto plazo (De

Gregorio et al, 2000; Edwards, 1999; Gallego et al, 2002; Le Fort y Lehmann, 2000). Esta conclusión resalta un rasgo muy positivo de este instrumento, pues la probabilidad de crisis y la gravedad de sus consecuencias aparecen estrechamente asociadas a una mayor liquidez de los pasivos externos. Los mismos estudios reconocen que el encaje fue, además, capaz de mantener un diferencial de tasas de interés entre las internas y las internacionales, para reservar un espacio para la política monetaria. Esto fue de considerable importancia para el proceso de crecimiento sostenido observado durante casi toda la década, pues frecuentes miniajustes desde el Banco Central permitieron evitar maxiajustes, con lo cual se logró que la economía permaneciera persistentemente en o cerca de su frontera productiva. Por otro lado, el efecto del encaje sobre el volumen total de los flujos o la apreciación cambiaria, ha sido reconocido en la mayoría de los estudios recientes (Gallego et al, 2002; Le Fort y Lehmann, 2000).

Si el encaje fue efectivo, entonces, ¿por qué Chile fue afectado por la crisis asiática y no permaneció inmune como ocurrió frente a la crisis mexicana de 1994-95? Dada la gran oferta de financiamiento externo luego de 1995, con los instrumentos aplicados, el Banco Central no logró frenar una notoria apreciación real del peso, que en octubre de 1997 era de 16% respecto del promedio de 1995 (véase el gráfico X.2), pese a fuertes compras de divisas. Esta apreciación y la generación de liquidez por los influjos, a su vez, estimuló fuertemente la demanda agregada sesgada a favor de transables y contribuyó a ampliar el déficit en cuenta corriente (que llegó al 4,5% del PIB en 1996-97). Había indicios claros de que se habían desalineado los macroprecios claves y que era necesario fortalecer los instrumentos para enfrentar flujos financieros excesivamente abundantes; pero el Banco Central no mostró en ese campo suficiente compromiso con la defensa de un tipo de cambio competitivo para la economía nacional y de equilibrio externo (o se consideró incapaz de cumplirlo), y privilegió el objetivo de control inflacionario, que era facilitado por la apreciación cambiaria.

En tal coyuntura, lo aconsejable era un ajuste reductor de la demanda agregada con énfasis en la disminución del desequilibrio externo. Dado que la expansión de la oferta externa de capitales actuaba como factor generador de este desequilibrio, era necesario actuar con medidas dirigidas a encarecer el crédito externo, desalentar la inversión de cartera y elevar el tipo de cambio, y no sólo con una política monetaria contractiva, con efectos sobre el costo del crédito interno (i.e. la tasa de interés). De este modo, el mantenimiento del encaje con una tasa y cobertura invariables y/o el hecho de no complementarlo con otras medidas se tornó insuficiente frente a la nueva afluencia masiva de capitales en 1996-97. Un fortalecimiento de este tipo de medidas era altamente recomendable en esa coyuntura, pues hubiera sido funcional al objetivo triple de controlar el aumento de pasivos externos, suavizar la apreciación cambiaria y moderar el aumento del gasto agregado.

Un punto controvertido es cuál fue la responsabilidad fiscal en el exceso de demanda agregada de 1996-97. En ese período, es efectivo que se registró un gasto fiscal expansivo, con el gasto fiscal creciendo por sobre el PIB (7,8% comparado con 7%). Sin embargo, hay varios calificativos que retornan la atención al centro y no a la periferia del origen del problema. Primero, el gasto fiscal con efecto macroeconómico representa sólo 20% de la economía. Por lo tanto, una contribución fiscal para moderar el gasto global hubiera sido evidentemente insuficiente. Segundo, los principales componentes para explicar el crecimiento del gasto fueron educación, justicia e infraestructura: todos, campos donde hubo grandes y altamente demandadas transformaciones, con un consenso político sobre un mayor incremento en sus presupuestos. Tercero, el presupuesto fiscal mostraba un superávit de 2% del PIB y, consecuentemente, no era la fuente del desequilibrio (véase el cuadro I.3). Incluso el gobierno había frenado su acceso a créditos del Banco Mundial y del BID y había prepagado deuda. Cuarto, la cifra de superávit fiscal no incluía los recursos que se estaban acumulando en el Fondo de Compensación del Cobre. Por lo tanto, el superávit efectivo era mayor. Con todo, aquí, una vez más, los

desequilibrios eran de origen externo y se localizaban, predominantemente, en el sector privado.

La responsabilidad del gobierno estuvo en la falta de mayores esfuerzos para reforzar la coordinación con el Banco Central.<sup>15</sup> Estos problemas, relacionados con la autonomía del Banco Central, fueron temas tabú, lo que pasa por alto que no existe una forma única de autonomía en el mundo. De hecho, existen muchas variantes alternativas.

Pese a que el encaje y las otras medidas prudenciales no evitaron los desequilibrios sí contribuyeron significativamente a moderarlos. En otras palabras, de no haberse aplicado esas políticas la vulnerabilidad de la economía chilena y el consiguiente costo de la crisis habría sido mucho mayor.

### 3. AHORRO, INVERSIÓN Y CRECIMIENTO

El período transcurrido desde 1989 marca un mejoramiento definido del desempeño del crecimiento de la capacidad productiva, no sólo en comparación con 1974-89, sino también con el más favorable de los años sesenta (véase el cuadro X. 4). La razón entre la inversión bruta en capital fijo y el PIB se elevó sostenidamente tras haber llegado a su punto mínimo a mediados de los años ochenta, de un 15% en 1983-84 a más de 30% en 1995-98 (todo en moneda de 1986). Considerando lapsos más extensos, esa tasa de inversión se elevó notoriamente, de 18% en 1974-89 a 28% en 1990-98. Este incremento de la formación de capital permitió que Chile lograra un crecimiento promedio del PIB de 7% anual en los noventa. En esos nueve años el PIB efectivo y el potencial crecieron de manera similar. Esa es una de las principales condiciones que debe cumplir una política macroeconómica eficiente.

---

15 La falta de coordinación entre el gobierno y el Banco Central fue evidente. Como se mencionó antes, las autoridades del Banco Central no mostraron preocupación por los desequilibrios en el sector externo; en cambio, el gobierno consideraba necesario el fortalecimiento del encaje para frenar la apreciación cambiaria. Véase, por ejemplo, las declaraciones del Ministro de Economía en *Estrategia* (26/09/97).

El aumento de la tasa de ahorro nacional fue también muy acentuado, pasando de 11% en los años ochenta a 21% en los años noventa (todo en moneda corriente, forma como habitualmente se mide el ahorro). Esto indica que el ahorro externo se complementó con el interno, a diferencia de México en los noventa y Chile antes de 1982 (véase Uthoff y Titelman, 1998). Según lo analizado en la sección 1, la afluencia promedio de capital extranjero superó el 6% del PIB en 1990-98, en tanto que el ahorro externo utilizado se redujo al 3,1%, con la diferencia acumulándose en las reservas internacionales de Chile. Esto revela que las políticas de esterilización de la entrada de capitales, al impedir la apreciación excesiva del tipo de cambio real y evitar una brecha externa elevada, permitieron que la economía absorbiera menos capital extranjero que el que se estaba ofreciendo, y lo regulara a montos consistentes con una capacidad de absorción eficiente.

A las políticas chilenas destinadas a restringir la entrada de capitales y moderar la apreciación del tipo de cambio puede atribuírseles parte significativa del éxito logrado con respecto a las tasas de inversión, ahorro y crecimiento. Por una parte, la regulación de las entradas tuvo un impacto positivo sobre la estabilidad macroeconómica real y contribuyó a mantener la demanda efectiva cercana a la capacidad productiva, lo que es esencial para que se eleve el gasto en inversión. Por otra parte, hay indicios de que el ahorro externo e interno tienden a tener un alto grado de sustituibilidad, cuando el ahorro externo llega en flujos financieros y propensos a la volatilidad<sup>16</sup>. Entonces estimula el consumo a través de sus efectos sobre la liquidez interna, el tipo de cambio y el precio de los activos. Así, el éxito en mantener el déficit en cuenta corriente y la demanda agregada dentro de límites sostenibles habría contribuido, fuertemente, a incrementar las tasas de inversión y ahorro (ver Agosin, 1998 y 2001; Solimano, 1990; Uthoff y Titelman, 1998).

16 Los antecedentes sugieren cierta sustitución de ahorro nacional en 1996-98, que estaría asociada al exceso de ingresos de capitales, al atraso cambiario en ese trienio y al deterioro en los términos de intercambio. No obstante, la tasa de ahorro siguió siendo significativamente mayor que en 1985-89. Ver el cuadro 1.4.

**Cuadro X.4**  
 Inversión, ahorro y crecimiento, 1960-2003  
 (% del PIB)<sup>a</sup>

	Crecimiento del PIB	Brecha de capacidad	Inversión bruta fija		Ahorro externo	Ahorro nacional
			Precios de 1986	Precios de 1996		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1960-70	4,4	2,0	21,2	18,5	2,5	-
1971-73	1,2	3,6	16,8	14,5	2,9	-
1974-81	3,0	8,8	17,8	15,1	5,0	12,6
1982-89	2,9	11,9	18,2	15,5	6,2	11,3
1990-95	7,8	0,0	26,1	22,2	2,3	20,8
1996-98	5,7	-0,3	31,8	26,9	4,7	22,7
1999-2002	2,1	8,9	26,5	22,7	1,0	20,7
1999	-0,8	8,2	26,9	22,2	-0,1	21,0
2000	4,2	8,0	26,6	23,0	1,2	20,6
2001	3,1	8,9	26,4	22,9	1,9	20,0
2002	2,1	10,6	26,2	22,7	0,9	21,0
2003 <sup>b</sup>	3,3	11,2	-	-	-	-

Fuente: Cálculos del autor basados en cuentas nacionales de Banco Central de Chile, Marcel y Meller (1986) y Correa y otros (2002).

<sup>a</sup> Las columnas 1 y 3 se basan en datos a precios constantes. La columna 2 es la brecha porcentual promedio de cada subperíodo entre el PIB efectivo y el potencial, según el gráfico 1.1. Las columnas 5 y 6 se basan en datos a precios corrientes de cada año. <sup>b</sup> Cifras preliminares.

Como se examinó en el capítulo I, la crisis asiática interrumpió el período de mayor auge económico en la historia de Chile. La economía debió ajustarse en respuesta los dos *shocks* externos negativos enfrentados desde 1998 –el deterioro de los términos de intercambio y una reducción de la oferta de capitales externos– que, como hemos visto, la encontraron en una posición de vulnerabilidad. Como resultado, el producto redujo su tasa de crecimiento en 1998 y cayó 1% en 1999.

El ajuste de la demanda agregada fue liderado por la caída de la inversión; ésta, luego de contraerse 18% en 1999, no ha logrado recuperarse: el año 2002 su nivel era aún 8,4% inferior al de 1998. Ello es el resultado de una economía que, pese a enfrentar tasas de interés reales históricamente bajas en 1999-2003, se encontraba trabajando con una elevada brecha de ca-

pacidad, cercana al 10% del PIB potencial en ese quinquenio. Esa brecha refleja un *desequilibrio real* pues la economía no está utilizando los recursos productivos disponibles. Como se observa en el cuadro X.4, mientras la brecha ha tendido a agrandarse, la tasa de inversión ha tendido a caer. A su vez, la menor inversión ha afectado el potencial de crecimiento de la economía chilena. En efecto, el PIB potencial se expandió a una tasa anual de 4,3% en 1999-2003, por debajo del 7,4% del crecimiento promedio del techo productivo en 1990-98.

#### 4. ALGUNAS LECCIONES DE LA EXPERIENCIA CHILENA

La experiencia chilena con el manejo macroeconómico prudential de las entradas de capital deja varias lecciones importantes para la política económica. Para los países en desarrollo, los vaivenes de los flujos de capital pueden ser de extraordinaria magnitud en relación con el tamaño de sus economías. Durante los dos últimos decenios, los países latinoamericanos han oscilado entre la gran escasez de la crisis de la deuda (y las crisis Tequila y Asiática) y la sobreabundancia de financiamiento externo durante la mayor parte de los años noventa. En los países en que han predominado las posturas pasivas en materia de políticas, inevitablemente ha resultado una enorme volatilidad de los macroprecios internos claves (los tipos de cambio y las tasas de interés) y de los agregados macroeconómicos (brecha entre demanda efectiva y PIB potencial). Al deprimir la inversión, estas fluctuaciones tienen efectos adversos sobre el crecimiento de largo plazo y sobre el empleo productivo.

En general, las políticas estabilizadoras frente a las entradas de capital y el manejo del tipo de cambio desalentaron los componentes más volátiles e impidieron la apreciación excesiva del tipo de cambio en 1990-95. Sin embargo, en 1996-97, en un nuevo auge de flujos a las economías emergentes, las entradas de capital superaron la capacidad de las autoridades para limitarlas dada una intensidad inmutable de los instrumentos de política que utilizaban. El Banco Central fue incapaz, entonces, de im-



pedir una notoria apreciación real del peso, pese a fuertes compras de divisas. La consiguiente apreciación contribuyó a ampliar el déficit en cuenta corriente, que se empinó a 4,5% del PIB. Cabe destacar que el Banco Central no había desmantelado sus políticas de regulación, como sí lo hicieron otros países de la región. Sin embargo, había indicios claros de que se había vuelto necesario fortalecer los instrumentos para enfrentar flujos financieros excesivamente abundantes, lo que no se hizo.

Con posterioridad, la economía experimentó la contraparte de las grandes entradas financieras: las salidas de capital financiero en 1998-2003 (véase el gráfico X.1), con una depreciación del tipo de cambio nominal, en un proceso de corrección de la desalineación de ese precio macroeconómico. El ingreso neto de capitales ha permanecido deprimido, con inestabilidad y con un creciente stock de egresos de fondos nacionales. El volumen acumulado por las AFP en el exterior alcanza (en julio de 2003) a US\$8.325 millones y 12,5% del PIB. Sin embargo, gracias a la gestión activa de las entradas en la primera mitad de los años noventa, y a su subsistencia en los años siguientes, el déficit acumulado en cuenta corriente en el decenio fue moderado, con un stock de las obligaciones externas relativamente bajo y la participación de los fondos volátiles fue exigua. Lo anterior, sumado a reservas internacionales considerables, ha permitido que Chile enfrente en mejor pie que en las crisis anteriores las duras condiciones del shock comercial y financiero provocado por la recesión en Asia. No obstante que Chile sufrió una recesión suave, el costo social y económico ha sido significativo, con una pérdida de producción en 1999 de unos US \$7 mil millones (la brecha aproximada entre el PIB efectivo y la frontera productiva en este año) y una prolongada brecha con la capacidad productiva en 1999-2003. Dos consecuencias fueron una elevada tasa de desempleo (del orden de 10%) y una caída en la inversión de aproximadamente 5 puntos del PIB por año, ya durante un quinquenio.

Es posible discriminar entre los flujos que son de carácter estable, de largo plazo y que sí contribuyen al crecimiento del

país (como la IED, cuando llega a crear nueva capacidad) y los que son básicamente especulativos y conducen a una excesiva volatilidad interna. En el caso chileno, los desincentivos basados en instrumentos de mercado aplicados a los flujos especulativos no han tenido efectos adversos sobre la IED. Por el contrario, la estabilidad macroeconómica real que se logró tiende a ser un atractivo para toda inversión productiva, sea nacional o extranjera. La participación, sin precedentes, de la IED creadora de nueva capacidad productiva en las entradas de capital durante el decenio mitigó, de hecho, los efectos del contagio asiático sobre la balanza de pagos chilena.

Cierta evasión es inevitable: todo sistema de desincentivos, al igual que cualquier tributo, hace que resulte atractivo para algunos operadores tratar de soslayarlos. En el caso chileno, ha sido necesario suprimir resquicios ya que resultaba obvio que los agentes los descubrían y los utilizaban. Sin embargo, la evasión puede minimizarse con un sistema bien diseñado y transparente como el encaje aplicado por Chile, y con un monitoreo continuo por parte de las autoridades, como lo hicieron durante la primera mitad de los noventa.

El objetivo de sostener el crecimiento económico frente a los flujos de capital volátiles (o precios de exportación volátiles, como los de Chile), exige el uso de una batería de instrumentos de política. En el caso chileno, la combinación de instrumentos análogos a un impuesto para disuadir las entradas especulativas, el funcionamiento de una banda cambiaria reptante con intervención intramarginal (aunque se utilizó en forma demasiado esporádica, según mi opinión), y la esterilización de los efectos monetarios de las entradas de capital, funcionaron bien por varios años. Cabe recordar que el encaje por sí solo (o toda otra política que incremente el costo de los flujos del exterior), aunque claramente útil, no disuade los ataques especulativos cuando se prevén grandes variaciones del tipo de cambio.

Frente a una muy probable nueva afluencia masiva, dos recomendaciones apoyadas en la experiencia de Chile y de otras

economías emergentes, surgen con fuerza. Por una parte, no debe dejarse acumular un atraso cambiario significativo como en 1996-97. Por otra, es conveniente emplear un paquete de políticas flexibles, y no un instrumento de política rígido y único, cuando surge una nueva oleada masiva de capitales. Hay una serie de acciones posibles que complementarían el conjunto de políticas actuales. Además del uso flexible del encaje (Williamson, 2003) la regulación bancaria y la política fiscal debieran tornarse activamente contracíclicas.

Por otro lado, han adquirido enorme significación adquisiciones masivas de empresas chilenas “estrellas”. Estas operaciones acumulan numerosas inconsistencias, que a través del texto hemos expuesto y recomendado evitar en aras de equilibrios sostenibles y de flujos que refuercen la inversión productiva. A ello agregamos un tema que hemos desarrollado en otra ocasión: el de cómo hacer globalización con integración nacional y equidad (Bouzas y Ffrench-Davis, 1998). Estas operaciones masivas, que aprovechan los diferenciales de tasas de interés (y su fuerte impacto sobre el valor presente de las empresas) y los precios recesionados por ajustes macroeconómicos, impactan masivamente el mercado cambiario; es inversión extranjera que compra activos existentes en vez de crearlos, el comando estratégico emigra y Chile pierde sus cabezas de puente en la globalización. Todo ello, ¿para qué? Estamos frente a un nuevo “populismo”; se ven los beneficios de unos (los que hacen una ganancia de capital) y se ignoran los costos para el conjunto. La sobreabundancia permite escoger; el escoger, entonces, luego permite enfrentar mejor los períodos de escasez.

En cuanto al régimen cambiario, el Banco Central debería retornar a una política *intermedia* entre los dos extremos de moda (ver Williamson, 2000). El sistema de banda reptante – el sistema *intermedio* utilizado en Chile hasta 1999–, perdió prestigio como resultado de evidentes errores en su aplicación, que incluyeron, primero, la falta de una intervención intramarginal más activa; segundo, el hecho que las ponderaciones asignadas a cada moneda en la canasta usada para determinar el tipo de cambio acuerdo

fueron cambiadas arbitrariamente para conseguir un objetivo de corto plazo; tercero, la debilidad o error del Banco de permitir una apreciación cambiaria tan fuerte como la que se registró en 1996-97; y cuarto, posteriormente, la tardanza de la autoridad para devaluar un tipo de cambio excesivamente apreciado.

La suspensión de la banda cambiaria parece aconsejable si se trata de una medida temporal para que el tipo de cambio se devalúe más rápidamente en dirección a un nivel consistente con un saldo externo sostenible, y luego se retoma una banda explícita o implícita, antes del próximo auge financiero. En contraste, si la medida se considera permanente, sería la culminación de una serie de medidas, que convergen a la renuncia de hacer política macroeconómica sostenible, como la hemos definido aquí y en Ffrench-Davis (1999, cap. VI): con demanda regulada a niveles cercanos a la frontera productiva y con macroprecios "correctos" o bien alineados. Un tipo de cambio efectivamente libre, en el contexto mundial de masivos flujos volátiles, fluctuaría notablemente, con gran detrimento (luego de la holgura inicial) para los exportadores no tradicionales y para la inversión productiva.

La realidad es que, recientemente, el tipo de cambio ha mostrado gran volatilidad, a pesar de que los flujos de capital no han estado fluctuando significativamente. En efecto, los mercados financieros internacionales han estado más bien *secos* para las economías emergentes. Los altibajos desde 1999 se han producido no obstante la persistencia de la escasez de fondos externos, tanto por menores entradas de extranjeros como por salidas de capitales nacionales. El predominio de la restricción externa ha sido el principal origen y sostén de la brecha recesiva durante el último quinquenio.

Esto confirma nuestras expectativas sobre la extrema inestabilidad cambiaria en un régimen completamente flotante. Cualquiera noticia de corto plazo, buena o mala, internacional o nacional, tenderá a afectar los valores presente (*spot*) y futuro del tipo de cambio. Por supuesto, la inestabilidad sería más nociva

con un largo proceso de apreciación, en un ciclo prolongado como resultado de un nuevo auge de capital financiero. Para retomar el crecimiento con equidad, Chile requiere recuperar su capacidad para mantener equilibrios de la macroeconomía real, como una condición absolutamente necesaria.



## REFERENCIAS

- Agosin, M. R. (1998), "Entrada de capitales y desempeño de la inversión: Chile en los años noventa", en Ffrench-Davis y Reisen (1998).
- (2000), "Posibilidades y limitaciones de las políticas económicas redistributivas: perspectivas de largo plazo", Trabajo para la Unidad de Estudios Prospectivos, Ministerio de Planificación, mayo.
- (2001a), "What Accounts for the Chilean Saving "Miracle"?", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 25, N°4, julio.
- (2001b), "Reformas comerciales, exportaciones y crecimiento", en Ffrench-Davis y Stallings (2001).
- y R. Ffrench-Davis (2001), "Managing capital inflows in Chile", en S. Griffith-Jones, M.F. Montes y A. Nasution (eds.), *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Oxford University Press/WIDER, Londres y Nueva York.
- Altimir, O. (1979), "La dimensión de la pobreza en América Latina", *Cuadernos de la CEPAL*, N° 27, Santiago.
- Álvarez, R. y G. Crespi (2000), "Impacto de las políticas de fomento sobre el dinamismo exportador chileno", *Documento de trabajo* N° 3, Departamento de Economía de la Universidad de Chile, abril.

- Aninat, A. (1978), "El programa de liberación y el Arancel Externo Común en el Acuerdo de Cartagena", en E. Tironi (ed.), *El Pacto Andino: carácter y perspectivas*, Instituto de Estudios Peruanos, Lima.
- Aninat, E. y C. Larraín (1996), "Flujos de capitales: lecciones a partir de la experiencia chilena", *Revista de la CEPAL* 60, diciembre.
- Arellano, J. P. (1983), "De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile, 1974-83", *Colección Estudios CIEPLAN* 11, diciembre.
- (1985), *Políticas sociales y desarrollo, 1924-84*, Ediciones CIEPLAN, Santiago.
- (1989), "La seguridad social en Chile en los años 90", *Colección Estudios CIEPLAN* 27, diciembre.
- y R. Cortázar (1982), "Del milagro a la crisis: algunas reflexiones sobre el momento económico", *Colección Estudios CIEPLAN* 8, julio.
- y M. Marfán (1986), "Ahorro-inversión y relaciones financieras en la actual crisis económica chilena", *Colección Estudios CIEPLAN* 20, diciembre.
- y J. Ramos (1987), "Capital Flight in Chile", en D. Lessard y J. Williamson (eds.), *Capital Flight and Third World Debt*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Bacha, E. y C. Díaz-Alejandro (1983), "Mercados financieros: una visión desde la semiperiferia", en Ffrench-Davis (1983a).
- Balassa, B. (1977), *Policy Reforms in Developing Countries*, Pergamon Press, Nueva York.
- Baldwin, R. (1981), "Restricciones no arancelarias del comercio internacional", en R. Ffrench-Davis (ed.), *Lecturas sobre*



*intercambio y desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México.

Banco Central de Chile, *Balanza de Pagos*, publicación anual, Santiago.

—————, *Boletín Mensual*, varios números, Santiago.

—————, *Deuda externa de Chile*, publicación anual, Santiago.

—————, *Estudios monetarios*, varios números, Santiago.

—————, *Memoria Anual*, publicación anual, Santiago.

————— (1988), “Conferencia de inversiones en Chile”, Conferencia organizada por Euromoney, *Estudios Monetarios X*, Santiago.

Banco Mundial (1989), *World Debt Tables 1989-90*, Washington, D.C., diciembre.

————— (1997), *Chile: Poverty and Income Distribution in a High-Growth Economy*, Informe N° 16.377-CH, noviembre.

Bande, J. y R. Ffrench-Davis (1989), “Copper Policies and the Chilean Economy: 1973-88”, *Notas Técnicas* N° 131, CIEPLAN, junio.

Bank for International Settlements, *Annual Report*, BIS, Basilea.

Baño, R. (2003), ed., *La Unidad Popular treinta años después*, LOM Ediciones/Universidad de Chile, Santiago.

Benavente, J. M. y G. Crespi (1998), “Sesgos y debilidades del SNI en Chile”, en M. Agosin y N. Saavedra (eds.), *Sistemas nacionales de innovación: ¿qué puede América Latina aprender de Japón?*, Dolmen Ediciones, Santiago.

Bergsman, J. y W. Edisis (1988), “Debt-Equity Swaps and Foreign Direct Investment in Latin America”, *International Finance Corporation*, Washington, D.C., agosto.

- Behrman, J. (1976), *Foreign Trade Regimes and Economic Development: Chile*, NBER, Nueva York.
- Beyer, H. (1997), "Distribución del ingreso: antecedentes para la discusión", *Estudios Públicos* N° 65, CEP, verano.
- Bhagwati, J. (1978), *Foreign Trade Regimes and Economic Development: Anatomy and Consequences of Exchange Control Regimes*, NBER, Nueva York; cap. VIII, y en R. Ffrench-Davis (ed.), *Lecturas sobre intercambio y desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México, 1981.
- BID (1982), *Progreso económico y social en América Latina: el sector externo*, Informe 1982, Washington, D.C.
- Bitar, S. (1979), *Transición, socialismo y democracia: la experiencia chilena*, Siglo XXI, México; reeditado en 1995, Pehuén, Santiago.
- Bouzas, R. y R. Ffrench-Davis (1990), eds., *Conversión de deuda y financiación del desarrollo en América Latina*, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.
- y R. Ffrench-Davis (1998), "La globalización y la gobernabilidad de los países en desarrollo", *Revista de la CEPAL*, Número extraordinario, octubre.
- Bravo, D. y D. Contreras (1999), "La distribución del ingreso en Chile, 1990-96: análisis del impacto del mercado del trabajo y las políticas sociales", Departamento de Economía, Universidad de Chile, Santiago.
- y A. Marinovic (1998), "Wage Inequality in Chile: 40 Years of Evidence", manuscrito no publicado.
- Brunner, J. J. (1981), *La cultura autoritaria en Chile*, FLACSO, Santiago.
- Büchi, H. (1993), *La transformación económica de Chile*, Grupo Editorial Norma, Bogotá.

- Budnevich, C. y G. Le Fort (1997), "Capital Account Regulations and Macroeconomic Policy: Two Latin American Experiences", en UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. VIII, Nueva York y Ginebra.
- Caballero, R. y V. Corbo (1989), "The effect of real exchange rate uncertainty on exports: empirical evidence", *The World Bank Economic Review*, vol. 3, N° 2, mayo.
- Cabezas, M. (1988), "Revisión metodológica y estadística del gasto social en Chile: 1970-86", *Notas Técnicas* N° 114, CIEPLAN, mayo.
- Calderón, A. y S. Griffith-Jones (1995), "Los nuevos flujos de capital extranjero en la economía chilena: acceso renovado y nuevos usos", *Serie Desarrollo Productivo*, N° 24, CEPAL, Santiago.
- Calvo, G. y E. Mendoza (1996), "Petty Crime and Cruel Punishment: Lessons from the Mexican Debacle", *American Economic Review*, vol. 86, N° 2, marzo.
- L. Leiderman, y C. Reinhart (1993), "Capital Inflows and Real Exchange Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, Vol. 40, N° 1, marzo.
- Campero, G. y J. Valenzuela (1981), "El movimiento sindical chileno en el capitalismo autoritario", ILT-Academia de Humanismo Cristiano/IPET, Santiago, diciembre.
- CEPAL (1964), *El financiamiento externo de América Latina*, Santiago.
- (1991), "Una estimación de la magnitud de la pobreza en Chile", *Colección Estudios CIEPLAN* 31, marzo.
- (1992), "El comercio de manufacturas de América Latina: evolución y estructura, 1962-89", *Estudios e Informes de la CEPAL*, N° 88, noviembre.

- (1997), “Evolución reciente de la pobreza en Chile”, (LC/R.1773), Santiago, diciembre.
- (1998), *Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, Fondo de Cultura Económica, Santiago.
- (2000), *Crecimiento, desarrollo y ciudadanía*, Santiago.
- CIEPLAN, varios autores (1982), *Modelo económico chileno: trayectoria de una crítica*, Editorial Aconcagua, Santiago.
- (1983), *Reconstrucción económica para la democracia*, Editorial Aconcagua, Santiago.
- Círculo de Economía (1980), *Seminario sobre políticas económicas para el desarrollo y la igualdad*, varios autores, Academia de Humanismo Cristiano, Santiago, junio.
- Claessens, S., M. P. Dooley, y A. Warner (1995), “Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?”, *The World Bank Economic Review*, Vol. 9, N° 1, enero.
- Coeymans, J. (1999), “Determinantes de la productividad en Chile: 1961-97”, *Cuadernos de Economía* N° 107, abril.
- Contreras, D. y J. Ruiz-Tagle V. (1997), “¿Cómo medir la distribución de ingresos en Chile?”, *Estudios Públicos* N° 65, CEP, verano.
- Contreras, G. y P. García (2002), “Estimating gaps and trends for the Chilean economy”, en N. Loayza y R. Soto (eds.), *Economic growth: sources, trends and cycles*, Banco Central de Chile.
- Corbo, V. (1985), “Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile During 1974-84”, en V. Corbo y J. de Melo (eds.), *Liberalization with Stabilization in the Southern Cone of Latin America*, *World Development*, vol. 13, N° 8, agosto.
- y P. Meller (1977), “Sustitución de importaciones, promoción de exportaciones y empleo: el caso chileno”, *Colección Estudios CIEPLAN* 15, julio.

- Correa, S., C. Figueroa, A. Jocelyn-Holt, L. Rolle y M. Vicuña (2002), *Historia del siglo XX chileno*, Tercera Edición, Editorial Sudamericana, Santiago.
- Correa, V., A. Escandón, R. Luengo y J. Venegas (2002), *Empalme PIB: series anuales y trimestrales 1986-1995*, base 1996. Documento metodológico. *Documento de Trabajo* N°179, Banco Central de Chile, septiembre.
- Cortázar, R. (1983), "Chile: resultados distributivos, 1973-82", *Notas Técnicas* N° 57, CIEPLAN, junio.
- (1984), "Derechos laborales y desarrollo: desafíos y tensiones", en CIEPLAN, ed., *Reconstrucción económica para la democracia*, Editorial Aconcagua/CIEPLAN, Santiago.
- (1986), ed., *Políticas macroeconómicas: una perspectiva latinoamericana*, CIEPLAN, Santiago y Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.
- (1995), "Una política laboral para una nueva realidad", en Pizarro, Raczynski y Vial (1995).
- y J. Marshall (1980), "Índice de precios al consumidor en Chile: 1970-78", *Colección Estudios CIEPLAN* 4, noviembre.
- y J. Vial (1998), eds., *Construyendo opciones: propuestas económicas y sociales para el cambio de siglo*, Dolmen Ediciones, Santiago.
- Crispi, J. (1982), "El agro chileno después de 1973: expansión capitalista y campesinización pauperizante", *Revista Mexicana de Sociología*, vol. 44, N° 2, abril-junio.
- Dahse, F. (1979), *Mapa de la extrema riqueza. Los grupos económicos y el proceso de concentración de capitales*, Editorial Aconcagua, Santiago.
- (1982), "El poder de los grupos económicos nacionales", mimeo, Santiago, junio.

- De Gregorio, J. y O. Landerretche (1998), "Equidad, distribución y desarrollo integrador", en Cortázar y Vial (1998).
- , S. Edwards y R. Valdés (2000), "Controls on capital inflows: do they work?", *Journal of Development Economics*, 63(1).
- De la Cuadra, S. (1974), "La protección efectiva en Chile", *Documento de Trabajo* N° 22, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile, Santiago.
- (1981), "Política cambiaria y deuda externa", *Boletín Mensual* N° 639, Banco Central, mayo.
- y D. Hachette (1992), *Apertura comercial: la experiencia chilena*, Editorial de Economía y Administración, Universidad de Chile, Santiago.
- Departamento de Economía, *Comentarios sobre la situación económica*, publicación semestral, Universidad de Chile.
- Devlin, R. (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton University Press, Princeton.
- y R. Ffrench-Davis (1995), "The Great Latin American Debt Crisis: A Decade of Asymmetric Adjustment", en G. Helleiner (ed.), *Poverty, Prosperity and the World Economy*, Macmillan, Londres; reeditado en Ffrench-Davis (1999, cap. IV).
- Díaz, A. y J. Ramos (1998), "Apertura y competitividad", en R. Cortázar y J. Vial, eds., *Construyendo Opciones*, Dolmen Ediciones, Santiago.
- Díaz-Alejandro, C. F. (1985), "Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, Vol. 19, N° 1/2, septiembre-octubre.
- DIPRES (1978), *Somos realmente independientes gracias al esfuerzo de todos los chilenos*, Ministerio de Hacienda, Santiago.

- *Estadísticas de las finanzas públicas*, Ministerio de Hacienda, varios números, Santiago.
- Dornbusch, R. (1988a), “The Debt Problem and Options for Reversing Resource Transfers”, en IIMC (ed.), *Capitalización de la deuda externa en América Latina*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas.
- (1988b), “Our LDC Debts”, en M. Feldstein (ed.), *The United States and the World Economy*, The University of Chicago Press-NBER.
- Edwards, S. (1999), “How effective are capital controls?”, *Journal of Economic Perspectives*, otoño.
- y A. Cox-Edwards (1987), *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment*, Ballinger, Cambridge, Mass.
- Elórtogui, C. (1988), *Endeudamiento externo y conversión de deuda en la economía chilena*, Ediciones Universitarias de Valparaíso, Universidad Católica de Valparaíso.
- Encina, F. (1911), *Nuestra inferioridad económica*, reproducido en 1955 por la Editorial Universitaria, Santiago.
- Engel, E., A. Galetovic y C. Raddatz (1998), “Reforma tributaria y distribución del ingreso en Chile”, *Serie Economía* No. 40, CEA, agosto.
- Errázuriz, E. (1987), “Capitalización de la deuda externa y desnacionalización de la economía chilena”, *Documento de Trabajo* N° 57, PET, agosto.
- Eyzaguirre, N. (1988), “La deuda interna chilena, 1975-85”, en Massad y Zahler (1988).
- Fazio, H. (1997), *El mapa actual de la extrema riqueza en Chile*, LOM Ediciones, Santiago.

Felix, D. y J. Caskey (1990), "The Road to Default: An Assessment of Debt Crisis Management in Latin America", en D. Felix (ed.), *Debt and Transfiguration? Prospects for Latin America's Revival*, M. E. Sharpe, Inc., Nueva York.

Feres, J.C. (2001), "Evidencia empírica en torno a la medición de la desigualdad: algunas advertencias metodológicas", manuscrito, CEPAL.

Ffrench-Davis, R. (1964), "Elementos para una política de comercio exterior", *Diálogos sobre el Desarrollo Económico de Chile*, Instituto de Economía, Universidad de Chile, julio; reproducido en *Cuadernos de Economía* N° 5, abril de 1965.

√ ————— (1973), *Políticas económicas en Chile: 1952-70*, Ediciones Nueva Universidad, Santiago.

————— (1979a), *Economía internacional: teorías y políticas para el desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México; segunda edición 1985.

————— (1979b), "Exportaciones e industrialización en un modelo ortodoxo: Chile, 1973-78", *Revista de la CEPAL* N° 9, diciembre.

————— (1983a), comp., *Relaciones financieras externas y desarrollo nacional en América Latina*, Fondo de Cultura Económica, México.

————— (1983b), "El problema de la deuda externa en América Latina: tendencias y perspectivas", *Integración Latinoamericana*, INTAL, Buenos Aires; y en BID (1982).

————— (1983c), "Una estrategia de apertura externa selectiva", en *Reconstrucción económica para la democracia*, en CIEPLAN (1983).

————— (1984), "Índice de precios externos: un indicador para Chile de la inflación internacional, 1952-83", *Colección Estudios CIEPLAN* 13, junio.



- 
- (1992), “Adjustment and Conditionality in Chile, 1982-88”, en S. Griffith-Jones y E. Rodríguez (1992).
- (1999), *Macroeconomía, comercio, finanzas: para reformar las reformas en América Latina*, McGraw-Hill Interamericana, Santiago. ✓
- (2003), “La inversión extranjera directa en Chile”, manuscrito, FLACSO.
- y J.P. Arellano (1981), “Apertura financiera externa: la experiencia chilena en 1973-80”, *Colección Estudios CIEPLAN* 5, julio; y en Ffrench-Davis (1983a).
- y C. Carrasco (1969), “Cuatro años de experiencia con una nueva política cambiaria”, *Boletín Mensual* N° 498, Banco Central de Chile, agosto; y *Boletín Mensual*, CEMLA, México, junio.
- y J. De Gregorio (1987), “Orígenes y efectos del endeudamiento externo en Chile: antes y después de la crisis”, *El Trimestre Económico* N°s 213 y 214, México, enero-marzo.
- y S. Griffith-Jones (1995), comps., *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F. y Santiago.
- y G. Larraín (2003), “How optimal are the extremes? Latin American exchange rate policies during the Asian crisis?”, en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *From capital surges to drought: seeking stability for emerging markets*, Palgrave/Macmillan, London.
- y M. Marfán (1989), “Selective Policies Under a Structural Foreign Exchange Shortage”, *Journal of Development Economics*, Vol. 29, y *Notas Técnicas* N° 126, CIEPLAN, febrero.

———— y J.A. Ocampo (2001), “Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes”, en French-Davis, R. (ed.), *Crisis financieras en países ‘exitosos’*, McGraw-Hill Interamericana, Santiago.

———— y D. Raczynski (1990), “The Impact of Global Recession and National Policies on Living Standards: Chile, 1973-89”, *Notas Técnicas* N° 97, tercera edición, CIEPLAN, noviembre.

✓ ——— y H. Reisen (1998), comps., *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, McGraw-Hill, Santiago, segunda edición.

———— y R. Sáez (1995), “Comercio y desarrollo industrial en Chile”, *Colección Estudios CIEPLAN* 41, diciembre.

———— y B. Stallings (2001), eds., *Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973*, LOM Ediciones/CEPAL, Santiago.

———— y H. Tapia (2001a), “Tres variedades de políticas en Chile frente a la abundancia de capitales”, en French-Davis, R. (ed.), *Crisis financieras en países ‘exitosos’*, McGraw-Hill Interamericana, Santiago.

———— y H. Tapia (2001b), “Políticas macroeconómicas y la cuenta de capitales”, en French-Davis y Stallings (2001).

———— y E. Tironi (1974), comps., *El cobre en el desarrollo nacional*, Ediciones Nueva Universidad, Santiago.

✓ ———, M. R. Agosin, y A. Uthoff (1995), “Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile”, en French-Davis y Griffith-Jones (1995).

————, P. Leiva y R. Madrid (1992), “La apertura comercial en Chile: experiencias y perspectivas”, *Estudios de Política Comercial*, N° 1, UNCTAD, Ginebra; versión abreviada en *Pensamiento Iberoamericano* N° 21.

- Fischer, R. (1991), "Efectos de una apertura comercial sobre la distribución del ingreso", *Colección Estudios CIEPLAN* 33, diciembre.
- Fishlow, A. (1983), "La deuda externa latinoamericana: problema o solución", en Ffrench-Davis (1983a).
- Fontaine, J.A. (1988), "Los mecanismos de conversión de deuda en Chile", *Estudios Públicos* N° 30, CEP, otoño.
- (1989), "The Chilean Economy in the 1980s: Adjustment and Recovery", en S. Edwards y F. Larraín (eds.), *Debt, Adjustment and Recovery: Latin America's Prospects for Growth and Development*, Basil Blackwell, Oxford.
- Foxley, A. (1980), "Hacia una economía de libre mercado: Chile 1974-78", *Colección Estudios CIEPLAN* 4, noviembre.
- (1982), "Experimentos neoliberales en América Latina", *Colección Estudios CIEPLAN* 7, marzo, número especial.
- , E. Aninat y J. P. Arellano (1980), *Las desigualdades económicas y la acción del Estado*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Franco Mesa, J. (1980), "¿Qué sucede en la agricultura?", *Revista Mensaje* N° 292.
- Frank, Ch., K. Kim y L. Westphal (1975), *Foreign Trade Regimes and Economic Development: South Korea*, NBER, Nueva York.
- Frenkel, R. (1983), "La apertura financiera externa: el caso argentino", en Ffrench-Davis(1983a).
- (1990), "El régimen de alta inflación y el nivel de actividad", en J.P. Arellano (ed.), *Inflación rebelde en América Latina*, CIEPLAN, Santiago.

- Fundación Nacional para la Superación de la Pobreza (1999), "Podemos superar la pobreza y lograr mayor equidad", Documento de Trabajo, agosto.
- Gallego, F., L. Hernández y K. Schmidt-Hebbel (2002), "Capital controls in Chile: were they effective?", en L. Hernández y K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Banking, Financial Integration and International Crises*, Banco Central de Chile, Santiago.
- Garcés, F. (1990), "Normativa vigente para la inversión extranjera (Capítulo XIX)", *Boletín Mensual* N° 747, Banco Central de Chile, mayo.
- Gémines (1987), "Operaciones con pagarés (Capítulo XIX)", *Informe Gémines* N° 84, Santiago, septiembre.
- Griffith-Jones, S. (1998), *Global Capital Flows*, Macmillan, Londres.
- y E. Rodríguez (1992), comps., *Cross conditionality, banking regulation and Third World debt*, Macmillan, Londres.
- Hachette, D. (1976), "Estrategias de liberalización del comercio exterior chileno", *Estudios Monetarios IV*, Banco Central de Chile.
- y R. Lüders (1992), *La privatización en Chile*, Centro Internacional para el Desarrollo Económico (CINDE), Santiago.
- Harberger, A. (1985), "Observations on the Chilean Economy, 1973-83", *Economic Development and Cultural Change* N° 33, abril.
- Held, G. y F. Jiménez (2001), "Liberalización, crisis y reforma del sistema financiero chileno", en Ffrench-Davis y Stallings (2001).
- Herrera, J. E. y J. Morales (1979), "La inversión financiera externa: el caso de Chile, 1974-78", *Colección Estudios CIEPLAN* 1, julio.

- Hirschman, A. (1994), "La conexión intermitente entre el progreso político y el económico", *Estudios Públicos* N° 56, CEP, primavera.
- Hofman, A. (1999), *The Economic Development of Latin America in the Twentieth Century*, ECLAC, Edward Elgar, Aldershot, Great Britain, December.
- Huneus, C. (2001), *El régimen de Pinochet*, Editorial Sudamericana, Santiago.
- INE (1999), "V Encuesta de Presupuestos Familiares, 1996-97", *Serie de Estadísticas Sociales* N° 1, junio.
- Instituto Textil de Chile (1978), "Estudio de la evolución económica del sector textil: período 1974-1977", Santiago.
- Jadresic, E. (1986), "Evolución del empleo y desempleo en Chile: 1970-85, Series anuales y trimestrales", *Colección Estudios CIEPLAN* 20, diciembre.
- (1990), "Salarios reales en Chile: 1960-88", *Notas Técnicas* N° 134, CIEPLAN, septiembre.
- Jorgensen, E. y J. Sachs (1988), "Default and Renegotiation of Latin American Foreign Funds in the Interwar Period", *Working Paper* N° 2636, NBER, Cambridge, Ma.
- JUNAC (1976), "Protecciones efectivas vigentes en los Países Miembros", JPE, mimeo, junio.
- Krugman, P. (1990), *The age of diminished expectations*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Labán, R. y F. Larraín (1997), "Can a Liberalization of Capital Outflows Increase Net Capital Inflows?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 16, N° 3.
- Lahera, E. (1981), "Las empresas transnacionales en la economía chilena", *Revista de la CEPAL* N° 14, agosto.

- (1987), “La conversión de la deuda externa vista desde América Latina”, *Revista de la CEPAL* N° 32, agosto.
- Larraín, C. (1995), “Internacionalización y supervisión de la banca en Chile”, *Estudios Públicos* N° 60, CEP, primavera.
- Larraín, F. (1991), “Public Sector Behavior in a Highly Indebted Country: The Contrasting Chilean Experience, 1970-85”, en F. Larraín y M. Selowsky (eds.), *The Public Sector and the Latin American Crisis*, ICS Press, San Francisco.
- y A. Velasco (1990), “Can Swaps Solve the Debt Crisis? Lessons From the Chilean Experience”, *Princeton Studies in International Finance*, Princeton.
- y R. Vergara (2000), eds., *La transformación económica de Chile*, Centro de Estudios Públicos, Santiago.
- , R. Labán y R. Chumacero (1997), “What Determines Capital Inflows? An Empirical Analysis for Chile”, *Faculty Research Working Paper Series*, N° R97-18, John F. Kennedy School of Government University of Harvard, abril.
- Larrañaga, O. (2001), “Distribución de ingresos: 1958-2001”, en Ffrench-Davis y Stallings (2001).
- Le Fort, G. y S. Lehmann (2000), “El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica”, *Documento de Trabajo* N° 64, Banco Central de Chile, diciembre.
- León, A. y J. Serra (1978), “La redistribución del ingreso en Chile durante el Gobierno de la Unidad Popular: éxito y frustración”, *Documento de Trabajo* N°70, FLACSO, julio; ver también A. León, en Baño (2003).
- Macario, C. (2000), “Chile: in search of a new export drive”, en C. Macario (ed.), *Export growth in Latin America*, Lynne Rienner, Boulder.
- Marcel, M. (1989), “Privatización y finanzas públicas: el caso de Chile, 1985-88”, *Colección Estudios CIEPLAN* 26, junio.

- y P. Meller (1983), “Indicadores líderes de recesión y expansión económica”, *Colección Estudios CIEPLAN* 11, diciembre.
- y P. Meller (1986), “Empalme de las cuentas nacionales de Chile 1960-85. Métodos alternativos y resultados”, *Colección Estudios CIEPLAN* 20, diciembre.
- , M. Tokman, R. Valdés y P. Benavides (2001), “Balance estructural del Gobierno Central, metodología y estimaciones para Chile: 1987-2000”, *Estudios de Finanzas Públicas* N°1, septiembre.
- Marfán, M. (1984), “Políticas reactivadoras y recesión externa: Chile 1929-38”, *Colección Estudios CIEPLAN* 12, diciembre. ✓
- (1992), “Re-estimación del PGB potencial en Chile: implicancias para el crecimiento”, *Cuadernos de Economía* N° 87, año 29, agosto.
- y B. Bosworth (1994), “Saving, Investment, and Economic Growth”, en B. Bosworth, R. Dornbusch y R. Labán (eds.), *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*, The Brookings Institution, Washington, D. C.
- Marshall, J. (1981), “El gasto público en Chile: 1969-1979”, *Colección Estudios CIEPLAN* 5, julio.
- Massad, C. (2000), “Capital Flows in Chile: Changes and Policies in the Nineties”, en J.A. Ocampo, S. Zamagni, R. Ffrench-Davis y C. Pietrobelli (eds.), *The Globalization of Financial Markets and the Emerging Economies*, CEPAL/Instituto Maritain, Santiago.
- y R. Zahler (1988), eds., *Deuda interna y estabilidad financiera*, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.
- McKinnon, R. (1981), “Foreign Exchange Policy and Economic Liberalization in LDCs”, Alternativas de políticas financieras en economías pequeñas y abiertas al exterior, *Estudios Monetarios VII*, Banco Central de Chile, Santiago.

- Meller, P. (1986), "Un enfoque analítico empírico de las causas del actual endeudamiento externo chileno", *Colección Estudios CIEPLAN* 20, diciembre.
- (1996a), *Un siglo de economía política chilena, 1890-1990*, Andrés Bello, Santiago.
- (1996b), ed., *El modelo exportador chileno: crecimiento y equidad*, CIEPLAN, Santiago.
- y R. E. Sáez (1995), eds., *Auge exportador chileno: lecciones y desafíos*, Dolmen Ediciones/CIEPLAN, Santiago.
- Mendive, P. (1978), "Proteccionismo y desarrollo: nuevos obstáculos de los centros al comercio internacional", *Revista de la CEPAL* N° 6, segundo semestre.
- MIDEPLAN (1999), "Pobreza y distribución del ingreso en Chile, 1990-98", Resultados de la VII encuesta de caracterización socioeconómica nacional (CASEN 1998) *Documento* N° 1, julio.
- (2002a), "Sistema Chile solidario: protección social integrada a las 225.000 familias más pobres del país", mayo.
- (2002b), "Dinámica de la pobreza: resultados de la encuesta panel 1996-2001", diciembre.
- Ministerio de Hacienda, *Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública*, publicación anual.
- (1985), *Financial Package*, República de Chile, junio.
- Mizala, A. (1992), "Las reformas económicas de los años setenta y la industria manufacturera", *Colección Estudios CIEPLAN* 35, septiembre.
- y P. Romaguera (2001), "La legislación laboral y el mercado del trabajo: 1975-2000", en Ffrench-Davis y Stallings (2001).



- Moguillansky, G. (1999), *La inversión en Chile: ¿el fin de un ciclo de expansión?*, Fondo de Cultura Económica, Santiago.
- y D. Titelman (1993), “Análisis empírico del comportamiento de las exportaciones no cobre en Chile: 1963-90”, *Documento de Trabajo* N°17, CEPAL; y *Estudios de Economía*, vol. 20, N° 1, Universidad de Chile.
- Molina, S. (1972), *El proceso de cambio en Chile*, Editorial Universitaria, Santiago.
- Monckeberg, F. (1998), *Jaque al subdesarrollo ahora*, Dolmen Ediciones, Santiago.
- Monckeberg, M. O. (2001), *El saqueo de los grupos económicos al Estado chileno*, Ediciones B, Santiago.
- Morandé, F. y R. Vergara (1997), eds., *Análisis empírico del crecimiento en Chile*, Centro de Estudios Públicos (CEP), ILADES/Georgetown University, Santiago.
- Morgan Guarantee Trust (1987), “Debt-Equity Swaps”, *World Financial Markets*, junio-julio.
- Moulián, T. (1980), “Estado, ideología y políticas económicas en Chile: 1973-78”, *Colección Estudios CIEPLAN* 3, junio.
- (1982), “Desarrollo político y estado de compromiso, desajuste y crisis estatal en Chile”, *Colección Estudios CIEPLAN* 8, julio.
- (1997), *Chile actual. Anatomía de un mito*, LOM Ediciones, Santiago.
- y P. Vergara (1979), “Coyuntura económica y reacciones sociales: las fases de la política económica en Chile, 1973-78”, *Apuntes CIEPLAN* 22, noviembre.
- Muñoz, O. (1986), *Chile y su industrialización: pasado, crisis y opciones*, Ediciones CIEPLAN, Santiago.

- (2000), comp., *El Estado y el Sector Privado: construyendo una nueva economía en los años 90*, FLACSO/Dolmen Ediciones, Santiago.
- y A. M. Arriagada (1977), “Orígenes políticos y económicos del estado empresarial en Chile”, *Colección Estudios CIEPLAN* 16, septiembre.
- Ocampo, J. A. (1994), ed., *Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas*, Red de Centros de Investigación Económica Aplicada, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.
- OIT (1988), *Empleos de emergencia*, PREALC, Santiago.
- Ortega, E. (1987), *Transformaciones agrarias y campesinado: de la participación a la exclusión*, Ediciones CIEPLAN, Santiago.
- Perry, G. y R. Junguito (1983), “Política económica y endeudamiento externo en Colombia en la década de los setenta”, en French-Davis (1983a).
- Pinto, A. (1973), *Chile, un caso de desarrollo frustrado*, Editorial Universitaria, Santiago.
- (1981), “Chile: el modelo ortodoxo y el desarrollo nacional”, *El Trimestre Económico* N° 192, México, octubre-diciembre.
- Pizarro, C., D. Raczynski y J. Vial (1995), eds., *Políticas económicas y sociales en el Chile democrático*, CIEPLAN/UNICEF, Santiago.
- PNUD (1998), *Desarrollo Humano en Chile 1998: las paradojas de la modernización*, Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo, Santiago.
- (2002), *Desarrollo humano en Chile 2002: nosotros los chilenos. Un desafío cultural*, Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo, Santiago.

- Política y Espíritu (1975), "Informe económico", *Política y Espíritu* N° 357.
- Raczynski, D. (1995), "Focalización de programas sociales: lecciones de la experiencia chilena", en Pizarro, Raczynski y Vial (1995).
- y C. Oyarzo (1981), "¿Por qué cae la tasa de mortalidad infantil en Chile?", *Colección Estudios CIEPLAN* 6, diciembre.
- Ramos, J. (1975), "El costo social: hechos e interpretaciones", *Estudios de Economía*, segundo semestre.
- (1978), "Inflación persistente, inflación reprimida e interpretaciones: lecciones de inflación y estabilización en Chile", *Desarrollo Económico* N° 69, vol. 18, Buenos Aires, abril-junio.
- (1986), *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-83*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- (1991), "Equilibrios macroeconómicos y desarrollo", en: O. Sunkel (ed.), *En busca del desarrollo perdido: un enfoque neoestructuralista*, Fondo de Cultura Económica, México..
- Reinstein, A. y F. Rosende (2000), "Reforma Financiera en Chile", en Larraín y Vergara (2000).
- Robbins, D. (1994), "Relative wage structure in Chile, 1957-1992: changes in the structure of demand for schooling", *Estudios de Economía*, Universidad de Chile, octubre.
- Robichek, W. (1981), "Some Reflections About External Public Debt Management", Alternativas de políticas financieras en economías pequeñas y abiertas al exterior, *Estudios Monetarios VII*, Banco Central de Chile.
- Rodrik, D. (2001), "¿Por qué hay tanta inseguridad económica en América Latina?", *Revista de la CEPAL* N° 73, abril.

- Roldós, J. (1997), "El crecimiento del producto potencial en mercados emergentes: el caso de Chile", en Morandé y Vergara (1997).
- Roningen, V. y A. Yeats (1976), "Non-Tariff Distortions of International Trade: Some Preliminary Empirical Evidence", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 112.
- Ruiz-Tagle P., J. (1979), "Seis años de política social: una revolución en marcha", *Revista Mensaje* N° 282
- (1980), "Desarticulación de la educación", *Revista Mensaje* N° 291.
- (1981), "Reformas en la educación superior", *Revista Mensaje* N° 297.
- Ruiz-Tagle V., J. (1999), "Chile: 40 años de desigualdad de ingresos", Tesis para optar al grado de Magister en Economía, Departamento de Economía, Universidad de Chile, Santiago.
- Sachs, J. (1987), "Trade and Exchange-rate Policies in Growth-oriented Adjustment Programs", en V. Corbo, M. Goldstein y M. Khan, (eds.), *Growth-oriented Adjustment Programs*, FMI y Banco Mundial, Washington, D.C.
- , F. Larraín y A. Warner (1999), "A structural analysis of Chile's long-term growth: history, prospects and policy implications", documento preparado para el Ministerio de Hacienda.
- , A. Tornell, y A. Velasco (1996), "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", *Brookings Papers on Economic Activity* N° 1.
- Sáez, S. (1991), "Indicadores de las exportaciones chilenas: 1950-89", *Notas Técnicas* No. 138, CIEPLAN, Santiago.
- Sanfuentes, A. (1987), "La deuda pública externa de Chile entre 1818 y 1935", *Notas Técnicas* N° 96, CIEPLAN, marzo.

- Sanhueza, G. (1999), "La crisis financiera en los años ochenta en Chile: análisis de sus soluciones y su costo", *Economía Chilena*, Vol. 2, N°1, Banco Central de Chile, abril.
- Scherman, J. (1980), "La industria textil y de prendas de vestir y la apertura al exterior: Chile 1974-78", *mimeo*, CIEPLAN, octubre.
- (1981), "Estadísticas básicas del sector industrial externo chileno", *Notas Técnicas* N° 35, CIEPLAN, agosto.
- Schmidt-Hebbel, K. (1988), "Consumo e inversión en Chile (1974-1982): una interpretación 'real' del boom", en F. Morandé y K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Del auge a la crisis de 1982*, ILADES, Santiago.
- y L. Servén (1999), "Saving in the world: the stilized facts", en K. Schmidt-Hebbel y L. Servén (eds.), *The Economics of Savings and Growth: Theory, Evidence and Implications for Policy*, Cambridge University Press, Cambridge.
- , L. Servén y A. Solimano (1996), "Saving and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies", *The World Bank Research Observer*, vol. 11, N°1, Banco Mundial, Washington D.C.
- Sociedad de Fomento Fabril, *Encuesta Industrial Trimestral*, 1977-79, N°s I a IV, Santiago.
- Solimano, A. (1990), "Inversión privada y ajuste macroeconómico. La experiencia chilena en la década de los 80", *Colección Estudios CIEPLAN* 28, marzo.
- Stiglitz, J. (1998), "The Role of the Financial System in Development", documento presentado en la Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean (LAC ABCDE), San Salvador, El Salvador, junio. ✓

- Tapia, D. (1979), "Apertura al mercado financiero internacional", en *Institucionalidad económica e integración financiera con el exterior*, Instituto de Estudios Bancarios, Santiago.
- Tapia, H. (2003), "Balance estructural del Gobierno Central de Chile: análisis y propuestas", *Serie Macroeconomía del Desarrollo*, N°25, CEPAL, agosto.
- Tironi, E. y J. Barría (1978), "La Disputada: de la Enami a la Exxon", *Revista Mensaje* N° 271.
- Titelman, D. (2001), "Reformas al financiamiento del sistema de salud en Chile", en Ffrench-Davis y Stallings (2001).
- Tobin, J. (1978), "A Proposal for International Economic Reform", *Eastern Economic Journal*, 4, julio-octubre.
- Torche, A. (1987), "Distribuir el ingreso para satisfacer las necesidades básicas", en F. Larraín (ed.), *Desarrollo económico en democracia: proposiciones para una sociedad libre y solidaria*, Ediciones Universidad Católica de Chile, Santiago de Chile.
- (2000), "Pobreza, necesidades básicas y desigualdad: tres objetivos para una sola política social", en Larraín y Vergara (2000).
- Tybout, J., J. de Melo y V. Corbo (1991), "The effects of trade reforms on scale and technical efficiency: new evidence from Chile", *Policy Research and External Affairs Working Papers* N° 481, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Uthoff, A. (2001), "La reforma del sistema de pensiones y su impacto en el mercado de capitales", en Ffrench-Davis y Stallings (2001).
- y D. Titelman (1998), "La relación entre el ahorro externo y el ahorro nacional en contextos de liberalización financiera", en Ffrench-Davis y Reisen (1998).

- Valdés, R. (1992), "Cuantificación de la reestructuración sectorial generada por la liberalización comercial chilena", *Colección Estudios CIEPLAN* 35, septiembre.
- Valdés, S. (1989), "Orígenes de la crisis de la deuda. ¿Nos sobreendudamos o nos prestaron en exceso?", *Estudios Públicos* N° 33, CEP, verano.
- y M. Soto (1998), "New Selective Capital Controls in Chile: Are They Effective?", *Empirica* 25(2).
- Vergara, P. (1980), "Apertura externa y desarrollo industrial en Chile: 1974-78", *Colección Estudios CIEPLAN* 4, noviembre.
- (1981), "Las transformaciones de las funciones económicas del Estado de Chile bajo el régimen militar", *Colección Estudios CIEPLAN* 5, julio.
- Vial, J. (1988), "An Econometric Study of the World Copper Market", *Notas Técnicas* N° 112, CIEPLAN, mayo.
- Vignolo, C. (1980), "Inversión extranjera en Chile, 1974-79", *Revista Mensaje* N° 286.
- (1982), "El cobre en el desarrollo nacional: evolución reciente, perspectivas y estrategias", Centro de Estudios del Desarrollo, Santiago, agosto.
- Williamson, J. (1981), "The crawling-peg in historical perspective", en J. Williamson (ed.), *The Crawling-Peg: Past Performance and Future Prospects*, Macmillan, Londres.
- (1992), "Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales", *Estudios de Economía*, vol. 19, N° 2, Universidad de Chile, Santiago.
- (2000), "Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option", *Policy Analyses in International Economics* 60, Washington, D.C., Institute for International Economics, September.

- (2003), “Proposals for curving the boom-bust cycle in the supply of capital to emerging markets”, en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *From capital surges to drought: seeking stability for emerging markets*, Palgrave/Macmillan, London.
- Yáñez, J. (1979), “Una corrección del índice de precios al consumidor durante el período 1971-73”, *Comentarios sobre la situación económica*, Departamento de Economía, Universidad de Chile, segundo semestre.
- Zahler, R. (1980), “Repercusiones monetarias y reales de la apertura financiera al exterior: el caso chileno, 1975-78”, *Revista de la CEPAL* N° 10, abril.
- (1988), “Estrategias financieras latinoamericanas: la experiencia del Cono Sur”, *Colección Estudios CIEPLAN* 23, Santiago, marzo.
- (1998), “El Banco Central y la política macroeconómica de Chile en los años noventa”, *Revista de la CEPAL* N° 64, abril.
- (2003), “Pension funds and macroeconomic stability in emerging economies: the case of Chile”, documento preparado para el proyecto *Management of volatility, financial globalization and growth in emerging economies*, CEPAL.
- Zañartu, M. (1980), “Gasto social en los pobres”, *Revista Mensaje* N° 290.





